

Forsvarlig kapitalforvaltning i stiftelser

Stiftelseslovens § 18 med flere

Kandidatnr: 359

Veileder: Mikael Hellevik

Leveringsfrist: 25.april 2005

(V-05)

Til sammen 17 999 ord

25.04.2005

Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	1
1.1	TEMA OG FAKTISK BAKGRUNN	1
1.2	DEFINISJONER	4
1.3	PROBLEMSTILLINGER	6
1.4	AVGRENSNINGER	9
2	RETTSKILDER	10
3	UTGANGSPUNKT FOR FORSVARLIGHETSVURDERINGEN	12
3.1	INVESTERINGER OG UTDELINGER	12
3.1.1	PRAKTISK SAMMENHENG MELLOM KAPITALFORVALTNINGEN OG UTDELINGENE	12
3.1.2	BEGRUNNELSEN FOR REGELEN I § 18	12
3.1.3	BEHOVET FOR EN FORSVARLIGHETSVURDERING AV UTDELINGENE	13
3.2	FORSVARLIGHETSSTANDARDENS GENERELLE OG KONKRETE ASPEKT	14
3.2.1	DEN GENERELLE INVESTERINGSFORSVARLIGHETEN	14
3.2.2	DEN STIFTELSESSPESIFIKKE INVESTERINGSFORSVARLIGHETEN	15
3.2.3	DEN STIFTELSESSPESIFIKKE UTDELINGSFORSVARLIGHETEN	16
3.3	EN SAMMENLIGNENDE VURDERING AV AVKASTNING, FORMÅL OG RISIKO	16
3.4	UTGANGSPUNKT MED HENSYN TIL AVKASTNING OG SIKKERHET	19
3.4.1	BETYDNINGEN AV AVKASTNING OG SIKKERHET I FORSVARLIGHETSSTANDARDEN	19
3.4.2	STIFTELSESLOVEN OG FORARBEIDENE	19
3.4.3	VEDTEKTENE	22
3.5	STIFTELSERS FORMÅL - INDIVIDUALISERINGEN AV FORSVARLIGHETSKRAVET	23
3.5.1	FORMELLE KRAV I STIFTELSESLOVEN	23
3.5.2	JURIDISKE BETRAKTNINGER RUNDT FORMÅLSANGIVELSEN	24
3.5.3	FORMÅLETS BETYDNING I ØKONOMISK HENSEENDE	24

4 FORSVARLIGHETSSTANDARDENS GRUNNLEGGENDE KOMPONENTER **27**

4.1	VILKÅRET OM STIFTELSERS GENERELLE INVESTERINGSFORSVARLIGHET	28
4.1.1	GRUNNDIREKTIVET OM FORSVARLIG FORVALTNING I STL. § 18	28
4.1.2	AKTIVAS AVKASTNING, RISIKO OG RISIKOPREMIER	31
4.1.3	DEN SAMMENSATTE RISIKOSTRUKTUREN I EN STIFTELSES PORTEFØLJE	34
4.1.4	STIFTELSERS OPTIMALE KOMBINASJON AV RISIKOEKSPONERTE AKTIVA	39
4.2	FORSVARLIGHETSSTANDARDENS STIFTELSESSPESIFIKKE INVESTERINGSASPEKT	41
4.2.1	RISIKOAVERSJON OG NYTTEVERDI FOR STIFTELSEN	42
4.2.2	DEN OPTIMALE KOMPLETTE PORTEFØLJEN	45
4.2.3	KONKRETISERINGEN AV KOEFFISIENTEN FOR RISIKOAVERSJON I STIFTELSE	47
4.3	ANDRE RELEVANTE MOMENTER I FORSVARLIGHETSVURDERINGEN	49
4.3.1	KRAV TIL UTDELINGENE FRA STIFTELSEN	49
4.3.2	ORGANISATORISKE KRAV TIL EN FORSVARLIG FORVALTNING	57
4.3.3	PERSONELLE HENSYN	60

5 FORSVARLIGHETSVURDERINGEN - AVSLUTTENDE BEMERKNINGER **62**

LITTERATURLISTE	66
------------------------	-----------

VEDLEGG 1: FORMEL- OG STIKKORDLISTE FOR ØKONOMISKE ORD OG UTTRYKK

VEDLEGG 2: OVERSIKT OVER FIGURER, TABELLER MED MER

1. Innledning

1.1 Tema og faktisk bakgrunn

I denne oppgaven skal jeg behandle grunnleggende krav til en forsvarlig kapitalforvaltning i stiftelser som følger av Lov om stiftelser (stiftelsesloven) av 15. juni 2001 nr. 59.

Sentralt i behandlingen står § 18 i loven. Bestemmelsen er preseptorisk og stiftelsens egne retningslinjer om kapitalforvaltningen må derfor ligge innenfor rammene av denne.

Dette innebærer at de bestemmelsene stiftelsen har fastsatt om kapitalforvaltningen i vedtekter eller forvaltningsreglement må ligge innenfor grensene til § 18. Dermed er også rammene lagt for styrets frihet og plikter med hensyn til kapitalforvaltningen. Styret er pålagt en selvstendig plikt når det gjelder å sensurere eller endre stiftelsesspesifikke bestemmelser som strider mot lovens krav.

Stiftelseslovens § 18 stiller opp en forsvarlighetsstandard når det gjelder kapitalforvaltningen i stiftelser. Det generelle grunnleggende direktivet i bestemmelsen er at forvaltningen av kapitalen skal skje "...på en forsvarlig måte."

Lovstedet konkretiserer videre forsvarligheten med *sikkerheten, avkastningen og stiftelsens formål* som relevante styringsparametere. Dette har særlig betydning i forhold til plasseringen av stiftelsens kapital.

Det viktigste overordnede hensynet bak bestemmelsen i lovens § 18, er at den skal bidra til at stiftelser på sikt skal kunne realisere formålet på best mulig måte.¹

Lovgiver har lagt til grunn at kravet til forsvarlig kapitalforvaltning rekker ut over det å investere stiftelsens midler.² I forlengelsen av kravet til plassering av stiftelsens midler som følger av § 18, kan det derfor stilles opp ytterligere krav til en

¹ NOU 1998: 7 Om stiftelser, s. 33 spalte 1.

² NOU 1998: 7 s. 33 spalte 1.

helhetlig forsvarlig kapitalforvaltning. Dette kan eksempelvis være krav til styrets anvendelse av kapitalen i form av utdelinger, jf. i denne forbindelse også stiftelsesloven §§ 19 (1), 30 (3) første punktum. Andre bestemmelser som også kan være relevante i denne sammenheng er stiftelsesloven §§ 9 (4), 10 (3), 30 i.f.

Etter Lov om stiftelser m.m. av 23. mai 1980 nr. 11 § 5 (1) gjaldt det for private stiftelser et krav om at "...stiftelsen og det som vedkommer den blir forvaltet tilfredsstillende." Den nærmere konkretisering av hva som lå i dette begrepet er ikke tema her. Det må imidlertid kunne fastslås at bestemmelsen inneholdt et minstekrav med hensyn til forsvarligheten av kapitalforvaltningen.³ For offentlige stiftelser etter denne loven, gjaldt det også en plasseringsplikt etter forskrift om offentlige stiftelser av 10. oktober 1990 kapittel III. Etter loven av 1980 § 16 (1) nr. 4 kunne det for offentlige stiftelser trolig innfortolkes et forbud mot bestemte plasseringsmåter.⁴

På bakgrunn av slike konkrete lovfastsatte plasseringsbestemmelser, har juridisk teori tradisjonelt tatt utgangspunkt i om det finnes særskilte investeringsforbud eller investeringspåbud for stiftelsene. Dette var trolig den mest hensiktsmessige tilnærmingen etter stiftelsesloven av 1980 med forskrifter.

Stiftelsesloven av 2001 oppstiller ingen direkte eller konkrete forbud eller påbud med hensyn til en stiftelses investeringsaktivitet. Lovgiver har med innføringen av § 18 i stedet gjort bruk av en generell forsvarlighetsstandard som gjelder for alle typer stiftelser.

På bakgrunn av ovennevnte medfører dette at tyngdepunktet i vurderingen av hva som er forsvarlig kapitalforvaltning har blitt endret. Fokus har blitt forskjøvet bort fra det enkelte investeringsprodukt til en sammensatt og overordnet vurdering av hvordan hele kapitalforvaltningen er bygget opp.

³ Peter Hammerich. *Noen spørsmål knyttet til kapitalforvaltning i stiftelser*. I: Tidsskrift for Forretningsjus, nr. 3/1998, s. 9.

⁴ Magnus Aarbakke. *Stiftelser etter norsk rett*. I: Tidsskrift for Rettsvitenskap, Vol. 97/1984, s. 26.

Sentralt i denne overordnede vurderingen, er spørsmålet om hva som er en forsvarlig avveining mellom avkastning og risiko og om sammenhengen mellom de enkelte aktiva i porteføljen.

Det er også mulig at andre momenter som spiller en rolle for en forsvarlig kapitalforvaltning får større betydning enn før. Dette kan eksempelvis være krav til faglig ekspertise i stiftelsens ledelse eller en forsvarlig organisatorisk ramme rundt kapitalforvaltningen.

Et sentralt punkt i behandlingen av temaet er for det *første* at forsvarlighetsstandarden stiller et krav både til stiftelsens plasseringsaktivitet og utdelinger fra stiftelsen til destinatarene.

For det *andre* har selve investeringsaktiviteten i en stiftelse både en generell og en stiftelsesspesifikk side. Denne sontringen har forankring i lovteksten i § 18 og kan harmoniseres med grunnleggende finansielle prinsipper fra porteføljeteorien.

Forsvarlighetsstandardens generelle side bygger særlig på lovens krav om *sikkerhet og avkastning*. Brudd på denne vil kunne forekomme uavhengig av det konkrete formålet eller andre stiftelsesspesifikke momenter.

Vurderingen av den stiftelsesspesifikke forsvarligheten med hensyn til investeringene bygger på den enkelte stiftelses *formål, vedtekter og stiftelsesgrunnlag*. Utgangspunktet her blir en tolkning og konkretisering av disse og andre relevante rettskilder. På bakgrunn av dette materialet kan man blant annet utforme retningslinjer eller et konkret investeringsprogram som er forsvarlig for den enkelte stiftelse.

Med utgangspunkt i ovennevnte kan det stilles tre grunnleggende krav til en helhetlig forsvarlig kapitalforvaltning i en stiftelse: For det første kravet til en generelt forsvarlig investering av kapitalen. For det andre kravet til at investeringene er individuelt tilpasset den enkelte stiftelses særegenheter. For det tredje vil utdelingene på grunnlag av stiftelseslovens § 18 være underlagt en konkret vurdering av forsvarligheten som rekker utover det grunnleggende kravet i lovens § 19 (1) annet punktum, jf. § 30 (3) første punktum.

I tillegg til disse tre kravene vil forsvarligheten måtte vurderes med grunnlag i andre støttemomenter. Dette er krav som stilles til den personelle og organisatoriske oppbyggingen av stiftelsen.

1.2 Definisjoner

Begrepet *kapital* i lovens § 18 betrakter jeg her i den videre betydning som stiftelsens totale formue. Dette blir da uavhengig av art og mengde.

Bakgrunn for forståelsen er for det første at kravet til forsvarlig kapitalforvaltning i § 18 er en generell handlingsregel.⁵ Dette taler for at forvaltningen av hele stiftelsens formuesmasse bør omfattes.

For det andre underbygges dette også av at ivaretagelse av stiftelsens formål står sentralt i bestemmelsen. Lovens utgangspunkt er at hele stiftelsens formue står til disposisjon for det bestemte formålet. Varighetsvilkåret støtter også denne forståelsen.

Uttalelser i forarbeidene taler for det tredje med tyngde for dette standpunktet. Utvalget uttaler at kravet til forsvarlig forvaltning i § 18, ”..rekker ut over selve det å foreta en plassering av stiftelsens midler..”. Kravet kan eksempelvis rette seg mot vedlikehold av et gammelt hus.⁶

For det fjerde brukes uttrykket ”formuesverdi” i definisjonen i lovens § 2 og i konkretiseringen av selvstendighetskriteriet i § 3. Logiske betraktninger rundt lovens oppbygging tilsier derfor også nevnte forståelse.

Med *kapitalforvaltning* i lovens forstand forstår jeg ordet i en vid betydning. Dette omfatter da plasseringer av kapitalen, utdelinger fra stiftelsen og organisatoriske og personelle tiltak som har sammenheng med forvaltningen av stiftelsens kapital. For en nærmere begrunnelse og drøftelse av dette vises til punkt 3.1 nedenfor. Ordet formuesforvaltning brukes synonymt for variasjon.

Utdelinger er en direkte og definitiv avståelse av kapital eller andre formuesgoder fra stiftelsen.

⁵ NOU 1998: 7 s. 65.

⁶ NOU 1998: 7 s. 33 spalte 1.

Definisjonen av begrepet *stiftelse* i lovens § 2 inneholder fire kumulative grunnvilkår. En stiftelse er ”...*en formuesverdi som ved...rettslig disposisjon selvstendig er stilt til rådighet for et bestemt formål...*”

Disse fire grunnleggende vilkårene som inngår i definisjonen av en stiftelse vil etter dette bli omtalt som *vilkåret om formuesverdi*, jf. § 2, *disposisjonsvilkåret*, jf. § 2 *selvstendighetsvilkåret*, jf. §§ 2, 3, 30 (2) og *formålsvilkåret*, jf. §§ 2, 18, 19, 30 (3).

I tillegg kan det etter ulovfestet rett⁷ oppstilles et femte vilkår om at en stiftelse må ha en viss varighet⁸, *varighetsvilkåret*.

Selv om denne er individuell for den enkelte stiftelse, gjelder det et generelt utgangspunkt om at midlene skal eksistere utover ”...et kortere tidsrom...”⁹ Kravet til varighet er en gyldighetsbetingelse og må sees i sammenheng med stiftelsens formål.”¹⁰ Tidshorisonten har derfor implikasjoner for kapitalforvaltningen.

Ovennevnte komponenter i stiftelsesbegrepet kan være tolkningsmomenter når det gjelder å fastlegge det nærmere innholdet i kravet til forsvarlig kapitalforvaltning, jf. også Hammerich.¹¹

Både stiftelsesloven av 1980 og stiftelsesloven av 2001 er utformet med særlig henblikk på de tradisjonelle stiftelsene. Disse foretar en forvaltning av kapitalen med sikte på å kunne dele ut en andel av den oppnådde avkastningen. I svensk rett blir slike alminnelige stiftelser kalt ”*avkastningsstiftelser*”, jf. svenske stl. 1994: 1220 kapitlene 1-10.¹² Jeg vil bruke samme benevnelse om ovennevnte type stiftelser etter norsk rett.

Utover dette vises det til vedlegg 1. Det er en oversikt over økonomiske begrep og formler som er relevante for oppgaven.

⁷ Aarbakke s. 6.

⁸ Aarbakke s. 1 flg.

⁹ Aarbakke s. 6.

¹⁰ Gudmund Knudsen og Geir Woxholth: *Stiftelsesloven med kommentarer*, Oslo 2004, s. 35.

¹¹ Hammerich, s. 5.

¹² Carl Hemström: *Stiftelsernas rättsliga ställning*, Stockholm 1996, s. 17.

1.3 Problemstillinger

Kapitalforvaltningen i stiftelser reiser mange forskjellige problemstillinger. Juridiske normer for kapitalforvaltningen og økonomiske prinsipper for porteføljeforvaltning har felles berøringsflater på dette området.¹³ Enkelte av konklusjonene på de relevante juridiske problemstillingene følger derfor av økonomiske prinsipper for god kapitalforvaltning.

En stiftelse er en selveiende formuesmasse. Denne kombinasjonen av en formuesverdi uten eierkontroll med formuesforvaltningen¹⁴ er bakgrunnen for hovedproblemstillingen. Ved eierkontrollert kapitalforvaltning står både hensynet til avkastning og risiko sentralt. Også i stiftelser er det av forskjellige grunner behov for å vektlegge begge disse hensynene. Lovgiver har derfor vedtatt en forsvarlighetsstandard som har til hensikt å fremme dette.

Det overordnede målet for enhver avkastningsstiftelse bør være å oppnå høyest mulig avkastning og samtidig inneha lavest mulig risikoeksponering. Det er imidlertid en negativ sammenheng mellom hensynet til en høy avkastning og til en lav risikoeksponering.

Dette betyr at hvis man investerer i aktiva med en høyere forventet avkastning, vil også risikoen på denne investeringen presumptivt være høyere. Det foreligger derfor en interessekonflikt mellom de to hensynene.

Beslutningstakeren i stiftelsen må derfor foreta en prioritering mellom forventet avkastning og risiko. Denne prioriteringen eller avveiningen resulterer i den endelige sammensetningen av porteføljen. Kravet i lovens § 18 er at avveiningen og resultatet av denne, som manifesterer seg i en konkret sammensetning av porteføljen, er forsvarlig. Rammene for styrets frihet og plikter i forbindelse med kapitalforvaltningen er regulert i stiftelsesloven.¹⁵

¹³ Geir Woxholth: *Stiftelser etter stiftelsesloven av 2001*, Oslo 2001, s. 279.

¹⁴ NOU 1998: 7 s. 65 spalte 2.

¹⁵ Knudsen m.fl. s. 102.

Hovedproblemstillingen i oppgaven er å vise hvordan man på en forsvarlig måte kan foreta denne avveiningen og sette sammen en stiftelses portefølje som oppfyller kravene i stiftelseslovens § 18 med flere.

Avveiningen skal blant annet skje på grunnlag av premisser i lovfestede og ulovfestede bestemmelser. En grunnleggende premiss i avveiningen er at avkastningen skal være tilstrekkelig til å dekke stiftelsens formål, jf. lovens §§ 18, 30 (3) første punktum. En annen grunnleggende premiss er at realverdien av kapitalen opprettholdes på sikt, jf. varighetsvilkåret. Dette stiller særlig krav til risikoeksponeringen, men har også en side mot hva som er påkrevet av minimumsavkastning.

En kapitalforvaltning som utelukkende prioriterer hensynet til lavest mulig risiko, vil for eksempel overse stiftelsens behov for midler til realisering av formålet. En slik strategi vil derfor ikke være forsvarlig i lovens forstand.

En strategi som utelukkende tar hensyn til høyest mulig avkastning vil heller ikke være forsvarlig. Denne vil overse vesentlige premisser for kapitalforvaltningen, som eksempelvis at stiftelsen skal ha en varig eksistens.

Kravet om forsvarlig kapitalforvaltning vil med andre ord ha to grenser. Under den nedre grensen er avkastningen for lav for stiftelsen. Over den øvre grensen er risikoen for høy. Det som er en forsvarlig kapitalforvaltning er en sammensetning av porteføljen innenfor disse to grensene.¹⁶

Den ovennevnte hovedproblemstillingen kan deles opp i *fem underproblemstillinger* som til sammen utgjør vurderingsgrunnlaget for kravet til en forsvarlig kapitalforvaltning.

Tema for den *første* problemstillingen er om det finnes et generelt krav til en forsvarlig plassering av kapitalen. Av betydning i denne sammenheng er å sette sammen investeringsporteføljen på en slik måte at lovens krav til både avkastning og sikkerhet blir ivaretatt på en forsvarlig måte.

¹⁶ Jf. figur 2 på s. 27.

Konklusjonen er at det kan påvises en forsvarlig sammensetning av risikoeksponerte investeringer som er uavhengig av den enkelte stiftelse.

Den *andre* problemstillingen er om det finnes en endelig investeringsportefølje som både tar hensyn til avkastning og risiko samt stiftelsens særpreg.

Målet er her å optimere stiftelsens nytteverdi gjennom en riktig estimering av risikoviljen. Dette skal presumptivt gi høyest mulig nytte av kapitalen for oppretteren og destinatarene. En stiftelse er en selveiende formuesmasse og det er derfor særlig viktig at lovens regler bidrar til å optimere nytten av kapitalen.

Konklusjonen er at man på grunnlag av stiftelsens formål, vedtekter med mer, kan finne en optimal endelig sammensetning av porteføljen. Denne maksimerer samtidig stiftelsens nytteverdi. På dette grunnlag kan man fastlegge øvre og nedre terskelverdier for en forsvarlig kapitalforvaltning.¹⁷

Den *tredje* problemstillingen er om forsvarligheten av utdelingene kan vurderes på generelt grunnlag og uavhengig av investeringene.

Konklusjonen er at utdelingspolitikken må sees i sammenheng med investeringsstrategien og i en meget stor grad er avhengig av den enkelte stiftelses særpreg.

Den *fjerde og femte* problemstillingen tar for seg de organisatoriske og personelle kravene som følger av bestemmelsene om en forsvarlig kapitalforvaltning.

Vurderingstema for den organisatoriske problemstillingen er om stiftelsens organisasjonsstruktur er forsvarlig sett i forhold til størrelsen på kapitalen og aktivitetsnivået på forvaltningen.

Problemstillingen er videre hvilke personelle krav som bør stilles til en stiftelse for at forsvarlighetskravet skal være oppfylt, i lys av den valgte forvaltningspolitikken. Konklusjonene er at når størrelsen på stiftelsens kapital og dens behov for avkastning til formålsrealiseringen øker, gjenspeiles dette i økte krav til det organisatoriske og personelle for at kravet til forsvarlig kapitalforvaltning skal være oppfylt.

¹⁷ Jf. illustrasjonen i kapittel 4.

1.4 Avgrensninger

Det avgrenses mot *næringsdrivende stiftelser*, jf. stiftelseslovens § 4 (2).

Bakgrunnen er at disse gjennomgående atskiller seg fra de tradisjonelle avkastningsstiftelsenes formål eller gjennom den virksomhet som faktisk drives. For næringsdrivende stiftelser er det typisk et engasjement i en eller annen form for næringsvirksomhet som står i sentrum. Dette innebærer en form for operativt driftsmessig engasjement som kan være svært forskjellig fra stiftelse til stiftelse. For avkastningsstiftelsene vil engasjementet være relativt ensartet uavhengig av stiftelsesspesifikke særegenheter. Formålet realiseres primært på grunnlag av den løpende avkastningen på de investerte midlene.¹⁸

Vider avgrenser jeg mot stiftelser som er opprettet av *offentlige organer* eller som driver en *definert ideell virksomhet*. Et fellestrekk for disse er at grunnkapitalen er lav, at kapitalforvaltningen er av underordnet betydning eller en kombinasjon av dette.

Den opprinnelige kapitaltilførselen med dens underproblemstillinger vil heller ikke bli tematisert. Det forutsettes at det er opprettet en gyldig stiftelse innenfor de rammer lovgivningen setter med hensyn til grunnkapitalens art og størrelse. Det forutsettes at grunnkapitalen er så høy at stiftelsen i utgangspunktet er i stand til å realisere formålet.¹⁹ I denne forbindelse blir heller ikke *egenkapitalsituasjonen* som sådan behandlet. Dette blir kun behandlet i de tilfeller det har betydning for kapitalforvaltningen og formålsrealiseringen i stiftelsen, med andre ord en tilknytning til §§ 18, 19 (1), 30 (3).

Det avgrenses videre mot de-lege ferenda drøftelser i forbindelse rundt det nærmere innholdet i *formålet*. Det forutsettes at kravet til et eller flere bestemte formål er oppfylt og ligger innenfor lovens rammer.

Når det gjelder *skatterettslige aspekter* vil jeg kun komme inn på disse i den grad de kan kaste lys over hovedproblemstillingen. I denne sammenheng kan det være av betydning om det oppstår skatteplikt på inntektene til stiftelsen eller ikke. Den

¹⁸ NOU 1998: 7 s. 25 spalte 2.

¹⁹ Geir Woxholth: *Selvtendighetskriteriet i stiftelsesretten*, I: Festskrift til Birger Stuevold Lassen, 1997 s. 1100.

grunnleggende sontringen for å besvare dette tar utgangspunkt i om stiftelsens aktivitet kun finansierer formålet eller faktisk realiserer dette. I sistnevnte tilfelle er eventuelle inntekter skattefrie, jf. Lov om skatt av formue og inntekt (skatteloven) av 26. mars 1999 nr. 14 § 2-32 (1).

2. Rettskilder

Sentralt i avhandlingen står Lov om stiftelser (stiftelsesloven) av 15. juni 2001 nr. 59. I denne avhandlingen vil søkelyset særlig bli rettet mot § 18. Andre lovbestemmelser som står sentralt er §§ 19 (1) og 30 (2) og (3).

Forarbeidene til loven er NOU 1998: 7 Om stiftelser og Ot.prp. nr. 15 (2000-2001) Om lov om stiftelser. Særlig i mangel av rettspraksis vil forarbeidene i kombinasjon med juridisk teori få relativt stor rettskildemessig betydning i oppgaven.

Her skal også nevnes Ot.prp. nr. 88 (2003-2004) Om lov om endring i stiftelsesloven.

Den nye loven må på enkelte punkter tolkes på bakgrunn av Lov om stiftelser m.m av 23. mai 1980 nr. 11. På disse punktene vil jeg derfor trekke sammenligninger til denne. Etter loven av 1980 gjaldt det regler om plasseringsplikt for offentlige stiftelser. Disse reglene er ikke videreført i stiftelsesloven av 2001. De eldre reglene på dette området kan imidlertid bidra til å avklare skjønsmessige tolkningsspørsmål. Videre kan fastleggelsen av innholdet i gamle lovs § 5 (1) om ”..forvaltet tilfredsstillende.” være relevant for forståelsen av stiftelseslovens § 18.

Jeg har også gjort noe bruk av lovutvalgets utredning i NOU 1975: 63 Stiftelser og omdanning og forskrift om offentlige stiftelser 10. oktober 1990 nr. 797.

Det foreligger naturlig nok ingen rettspraksis som direkte omhandler fortolkningen av den nye stiftelsesloven § 18. Det finnes noe rettspraksis og annen praksis som berører stiftelsesloven av 1980. I den grad enkelte bestemmelser i stiftelsesloven er videreført fra den tidligere stiftelsesloven, vil også praksis som knytter seg til den eldre loven kunne være relevant.

Generelt sett er omfanget av foreliggende rettspraksis og annen praksis om stiftelser meget begrenset. Det som finnes av praksis i tilknytning til de relevante bestemmelsene etter loven av 1980 er kasuistisk og gir få generelle drøftelser av bestemmelsenes rekkevidde. Dette medfører blant annet at rettspraksis på generelt grunnlag ikke får stor rettskildemessig betydning i stiftelsesretten. De få avgjørelsene som finnes vil imidlertid måtte tillegges avgjørende betydning på sitt snevre område.

Når det gjelder spørsmål rundt formålsbestemmelser og skatterettslige tema finnes det relevant høyesterettspraksis i tilknytning til loven av 1980. Dette materialet blir trukket frem i den grad det kan kaste lys over relevante punkter her.

Selv om utenlandsk rettspraksis ikke er direkte relevant, vil den kunne ha nytteverdi for å eksemplifisere og kaste lys over relevante momenter etter norsk rett. I Danmark foreligger det eksempelvis noe praksis fra Fondsregisteret.

Juridisk teori vil ha noe større vekt enn etter alminnelige rettskildeprinsipper. Bakgrunnen for dette er igjen mangelen på praksis om temaet. De sentrale norske oppslagsverk om emnet er Geir Woxholths bok *Stiftelser etter stiftelsesloven av 2001* samt Gudmund Knudsens og Geir Woxholths *kommentarutgave* til stiftelsesloven. I nordisk perspektiv er hovedverket *Om Stiftelser* av Henrik Hessler.

Økonomisk teori vil i en viss utstrekning komme til anvendelse. Det sentrale området her er porteføljeteorien. Innen dette fagområdet vil jeg gjøre noe bruk av teoretisk materiale fra etterutdannelsen ved Norges Handelshøyskole innen avansert porteføljeforvaltning.

Videre har jeg hatt samtaler med blant annet styremedlemmer i norske avkastningsstiftelser og fagpersoner innen kapital- og risikoforvaltning. Bakgrunnen for dette er å få belyst praktiske problemstillinger innen området.

Utover dette kommer reelle hensyn til en viss grad til anvendelse som støtteargument.

3. Utgangspunkt for forsvarlighetsvurderingen

3.1 Investeringer og utdelinger

Et hovedanliggende i oppgaven er å argumentere for at rammen rundt standarden bør trekkes så vidt at den også omfatter utdelinger fra stiftelsen.

3.1.1 Praktisk sammenheng mellom kapitalforvaltningen og utdelingene

Det er kombinasjonen av en stiftelses plasserings- og utdelingspolitikk som er av grunnleggende karakter for om den skal kunne oppfylle formålet på best mulig måte. Samtidig vil det være samspillet mellom disse aktivitetene som bestemmer i hvilken utstrekning stiftelsen kan oppfylle formålet tilfredsstillende over tid.

Eksempelvis kan strengt utformede og nøye gjennomtenkte retningslinjer for kapitalplasseringene ha liten nytteverdi dersom styret har vide fullmakter med hensyn til utdelingene. På den annen side er et strengt utdelingsreglement relativt verdiløst i kombinasjon med frie investeringsmuligheter for styret.

En overordnet målsetting for kapitalavkastningen er å fremme formålet på en forsvarlig måte.²⁰ For avkastningsstiftelsene oppfylles imidlertid selve formålet gjennom utdelinger. Dette taler for at både kapitalavkastningen, qua investeringspolitikken, og utdelingspolitikken bør ha som overordnet målsetting å fremme formålet på en forsvarlig måte.

3.1.2 Begrunnelsen for regelen i § 18

Det grunnleggende direktivet i § 18 foreskriver at kapitalen på generelt grunnlag skal forvaltes på en forsvarlig måte. Noe av hovedbegrunnelsen bak bestemmelsen i § 18 var å forhindre en svekkelse av kapitalgrunnlaget slik at formålsrealiseringen blir undergravet på sikt.²¹ Utdelinger fra stiftelsens formue er minst like egnet til å svekke kapitalgrunnlaget som risikoeksponerte investeringer. Dette argumentet er derfor også relevant i forhold til anvendelsen av midlene. Videre uttaler forarbeidene at kravet til

²⁰ NOU 1998: 7 s. 34 spalte 1.

²¹ NOU 1998: 7 s. 65 spalte 2.

forsvarlig forvaltning ”..rekker ut over selve det å foreta en plassering av stiftelsens midler”.²²

Lovforarbeidene åpner med andre ord for en slik vid forståelse av forsvarlighetsstandarden.

3.1.3 Behovet for en forsvarlighetsvurdering av utdelingene

Stiftelsesloven har enkelte spredte bestemmelser om utdelinger til destinatarene.

Hovedbestemmelsene om utdelinger finnes i lovens § 19.

Bestemmelsens første ledd første punktum lovfester prinsippet om at det er styret som er ansvarlig for å vedta utdelingene. Denne kompetansen kan ikke delegeres til andre organer.²³

§ 19 (2) oppstiller et forbud mot at visse personer med mulig tilknytning til stiftelsen kan motta utdelinger samt en dispensasjonshjemmel for Stiftelsestilsynet. Videre beskriver § 19 (3) hva som skal skje ved lovstridige utdelinger.

Den relevante bestemmelsen for behandlingen her er § 19 (1) annet punktum.

Bestemmelsen foreskriver utelukkende at det skal være ”..samsvar..” mellom formålet til den enkelte stiftelse og de utdelinger styret vedtar. I lovens § 30 (3) kommer også dette til uttrykk på en noe mindre direkte måte. Denne koblingen mellom formål og utdelinger fulgte allerede av tidligere ulovfestet stiftelsesrett.

Lovteksten oppstiller i § 19 (1) annet punktum ingen andre krav til styret enn det som følger av formålet når det gjelder *hva* og *hvem* det kan gis støtte til. Heller ikke når det gjelder *størrelsen* på utdelingene i det enkelte år eller til bestemte destinatarer, følger det andre restriksjoner fra loven enn ovennevnte.

Bestemmelsen stiller heller ikke opp noe *påbud om* eller *forbud mot* å foreta utdelinger. I utgangspunktet medfører dette eksempelvis at stiftelser står fritt til å bygge opp en egenkapitalreserve. På den annen side uttaler forarbeidene at det til en viss grad må ”...sies å foreligge en plikt for stiftelsen til å.. ” foreta utdelinger.²⁴ Hvor den

²² NOU 1998: 7 s. 33 spalte 1.

²³ Ot.prp. nr. 15 (2000-2001) Om lov om stiftelser, s. 98 spalte 1.

²⁴ NOU 1998: 7 s. 65 spalte 2.

nærmere grensen skal gå vil blant annet bero på en tolkning av stiftelsesformålet og vedtektene for øvrig, jf. punkt 3.3 under.

I henhold til stiftelseslovens § 30 (3) første punktum har styret blant annet en overordnet lovpålagt plikt til å ivareta formålet. Som et underpunkt her følger blant annet at det skal foretas utdelinger slik vedtektene foreskriver. Regelen ble ansett for å være gjeldende ulovfestet rett før innføringen av den nye stiftelsesloven. Utvalget var av den oppfatning at lovfesting var nødvendig fordi det her er tale om sentrale ansvarsområder for styret.²⁵

Videre foreskriver konkretiseringen i § 18 ”..ivaretakelse..” av stiftelsens formål. Dette virker da som et strengere påbud enn regelen i § 19 (1) annet punktum som kun foreskriver utdelinger i ”..samsvar..” med formålet. Påbudet til styret i § 30 (2) er ”...at stiftelsens formål ivaretas..”. Som en del av denne plikten inngår det at utdelinger foretas i samsvar med vedtektene, jf. ”..herunder..” i forarbeidene.²⁶ Dette taler for at det generelle kravet til forsvarlig kapitalforvaltning også bør omfatte utdelingspolitikken til styret.

3.2 Forsvarlighetsstandardens generelle og konkrete aspekt

Forholdet mellom risiko og avkastning har et generelt og et individuelt aspekt når det gjelder investeringen av midlene.

Forsvarlighetsstandarden i § 18 vil, med hensyn til investeringsvirksomheten, derfor bestå av en generell og en individuell vurdering.

3.2.1 Den generelle investeringsforsvarligheten

Den **generelle siden** av forsvarlighetsstandarden tar utgangspunkt i en vurdering av om man har oppfylt grunnleggende krav til god kapitalforvaltning på generelt grunnlag. Dette blir altså en bedømmelse som må foretas uavhengig av elementer knyttet til den aktuelle stiftelsen.

²⁵ NOU 1998: 7 s. 71 spalte 1.

²⁶ NOU 1998: 7 s. 70 spalte 2.

En vurdering på dette punkt vil for eksempel kunne omfatte momenter som om verdipapirporteføljen er tilstrekkelig diversifisert, hvilke investeringsprodukter som er valgt, på hvilket grunnlag og av hvem, hvilken likviditet papirene har, om stiftelsens gamle bygård har blitt tilstrekkelig vedlikeholdt også videre.

Generelle retningslinjer for hva som er en forsvarlig kombinasjon av risiko og avkastning følger av modeller i finansteorien. En vurdering av forsvarligheten i § 18 med hensyn til slike aktiva, bør på generelt grunnlag ta utgangspunkt i betraktninger fra disse modellene.

3.2.2 Den stiftelsesspesifikke investeringsforsvarligheten

Den **individuelle standarden** må fastlegges på bakgrunn av stiftelsesspesifikke holdepunkter. Et naturlig utgangspunkt er formålet og vedtekten til stiftelsen, jf. stiftelseslovens § 18. Denne individuelle vurderingen er relevant både med hensyn til investeringene og utdelingene til destinatarene.

Etter en tolkning og konkretisering av formålet, kan en vurdering eksempelvis være at for denne konkrete stiftelsen er en eksponering i aksjemarkedet ikke forsvarlig. En mulig uforsvarlighet vil da kanskje kunne fastslås selv om man har spredt risikoen tilstrekkelig etter den generelle vurderingen.

På den annen side kan det kanskje være forsvarlig etter vurderingen her å la en bestemt sveitservilla forfalle, selv om den generelle vurderingen ville resultert i det motsatte. Dette er tenkelig dersom formålet til stiftelsen utelukkende er å bevare hagen som en grønn lunge i en by.

Et videre eksempel er at den generelle forsvarligheten er ivaretatt gjennom gode forvaltningsprinsipper som diversifisering i forskjellige bransjer, regioner med mer. Porteføljen kan imidlertid bestå av aksjer i selskaper som bruker barnearbeidere, produserer landminer eller tobakk. Dette kan da stride mot formålet eller vedtektene til stiftelsen og innebære et brudd på kravet til den stiftelsesspesifikke investeringsforsvarligheten.

Risikoen og avkastningen skal taes hensyn til ”...gjennom en avveining.”²⁷

Denne nærmere avveiningen vil primært bli styrt av formålet, vedtektene med mer. På dette punkt individualiseres derfor kravet med hensyn til hva som er forsvarlig for den enkelte stiftelse. Når det gjelder denne individuelle siden kan det antydes visse overordnede retningslinjer med basis i varighetshensyn, likviditetshensyn, med mer. Jeg vil videre forsøke å trekke opp et generelt rammeverk som er anvendelig ved evaluering av investeringsprogrammet i den enkelte stiftelse.

Et problemet her består i å tolke seg frem til en koeffisient for stiftelsens risikotoleranse. Et annet problem består i å foreta vurderinger rundt nytteverdien av forskjellige sammensetninger av porteføljen avhengig av stiftelsens særpreg.

3.2.3 Den stiftelsesspesifikke utdelingsforsvarligheten

Forsvarlighetsstandardens side mot utdelinger fra stiftelsen vil også ha forankring i en individuell vurdering.

Forsvarligheten ved utdelingspolitikken vil særlig måtte måles opp mot stiftelsens formål. Videre vil størrelsen på mulige og forsvarlige beløp til utdeling være en direkte funksjon av årets og tidligere års avkastning og utdelinger. Det må forutsettes at tidligere års disposisjoner ligger innefor det forsvarlige.

Det her mulig å antyde visse vage overordnende retningslinjer som de fleste stiftelser bør ta stilling til når det gjelder utdelingspolitikken, jf. avsnitt 4.3.1.3.

3.3 En sammenlignende vurdering av avkastning, formål og risiko

Ordlyden i stiftelseslovens § 18 opererer med de tre grunnleggende parametrene avkastning, formål og risiko. Disse er blant annet styrende for forsvarligheten av *investeringsprogrammet* til stiftelsen.

For *utdelingspolitikken* er det i utgangspunktet formålet loven betoner som relevant styringsparameter, jf. §§ 18, 19 (1) annet punktum og § 30 (3) første punktum.

²⁷ NOU 1998: 7 s. 33 spalte 1.

Man kan se på relasjonene mellom de relevante momentene loven selv nevner samt konkretiseringen av formålet i seg selv. På grunnlag av dette kan det lages følgende oversikt:

<i>Relevante momenter</i>	Formål	Avkastning	Risiko
Formål	(I)	(II)	(III)
Avkastning	(II)	-----	(IV)
Risiko	(III)	(IV)	-----

Figur 1: Formål, avkastning og risiko – en innledende vurdering

(I) FORMÅLET I SEG SELV. I henhold til stiftelsesdefinisjonen må enhver stiftelse ha et bestemt formål, jf. § 2 første punktum. Vilkåret om et bestemt formål er en gyldighetsbetingelse.²⁸ I mange tilfeller vil formålet måtte tolkes og presiseres på bakgrunn av andre relevante rettskilder. De nærmere årsakene til dette kan være flere.

Eksempelvis må investeringsprogrammet kunne fastlegges med tanke på optimal formålsrealisering eller med tanke på skattefritak etter skattelovens § 2-32, utdelingspolitikken vil kunne optimaliseres etter en konkretisering av formålet, det kan være ønskelig å unngå en klassifisering som næringsdrivende stiftelse også videre.

(II) AVKASTNING - FORMÅL. Formuesmassen til en stiftelse skal presumptivt oppfylle formålet på en optimal måte. Det blir derfor av fundamental betydning for avkastningsstiftelsene å "...sikre at kapitalen forrentes slik at stiftelsens formål kan realiseres på best mulig måte."²⁹ Det ligger i dette en erkjennelse av at forrentningen vil måtte variere fra stiftelse til stiftelse, jf. "stiftelsens".

Det som kreves av *kapitalavkastning* for å realisere en stiftelses formål vil derfor med andre ord være individuelt bestemt. Det er også betont i forarbeidene at forsvarligheten med hensyn til plasseringen av midlene "...må vurderes konkret i

²⁸ Woxholth s. 136.

²⁹ NOU 1998: 7 s. 32 spalte 2.

forhold til virksomheten i den enkelte stiftelse.”³⁰ Uttalelsen har etter min mening betydning i forhold til vurderingen av den stiftelsesspesifikke forsvarligheten.

Man vil for den enkelte stiftelse finne et absolutt nedre nivå på avkastningen som må oppfylles i henhold til forsvarlighetsstandarden.

(III) RISIKO – FORMÅL. I henhold til økonomisk teori og empiriske undersøkelser er det en positiv sammenheng mellom forventet avkastning på et aktiva og den risiko det er utsatt for. Da det kreves en avkastning som tilpasses den enkelte stiftelse, vil også den tilhørende risiko bli stiftelsesspesifikk når den endelige investeringsbeslutningen treffes. På den annen side kan det direkte eller indirekte gå frem av vedtekter, stiftelsesdokumenter eller andre rettskilder at det er lagt en absolutt øvre grense for den risiko som tolereres i denne bestemte stiftelsen.

Hvis dette er tilfellet må avkastningen søkes optimert innenfor de risikotoleransegrenser eller vedtektsbestemte plasseringsalternativer som finnes. Forutsetningen er at høyere avkastning isolert sett fører til bedre realisering av formålet.

Formuesmassen vil kontinuerlig være utsatt for verdisvingninger og bærer derfor et risikoaspekt i seg. Risikoaspektet vil være mer eller mindre fremtredende avhengig av hvordan stiftelsens formue er plassert. Stiftelsesloven § 18 stiller opp et krav til nivået på avkastningen. Denne skal være ”...tilfredsstillende...” sett i forhold til ivaretagelsen av formålet til stiftelsen. Som en følge av dette vil den absolutte risikoen som formuen er utsatt for gjennomgående bli høyere enn om man eksempelvis ikke hadde hatt en slik kvalifisering. Det nærmere innholdet i ”...tilfredsstillende...” vil måtte fastlegges på bakgrunn av formålet i den konkrete stiftelse.

(IV) AVKASTNING – RISIKO. Vurderingen av om stiftelsen har søkt å optimalisere forholdet mellom disse parametrene kan foretas uavhengig av stiftelsesspesifikke momenter. Den eneste grunnleggende forutsetningen er at beslutningstagerne har risikoaversjon og dermed foretrekker høyere avkastning for et

³⁰ NOU 1998: 7 s. 33 spalte 1.

bestemt risikonivå. Denne forutsetningen har gyldighet for de fleste investorer og kan uten videre legges til grunn for behandlingen her.

Vurderingen av den generelle investeringsforsvarligheten har kombinasjonen av avkastning og risiko som sentrale premissleverandører, jf. punkt 3.4.

3.4 Utgangspunkt med hensyn til *avkastning og sikkerhet*

3.4.1 Betydningen av avkastning og sikkerhet i forsvarlighetsstandarden

Det er den langvarige koblingen mellom en selvstendig formuesmasse og et bestemt formål som representerer kjernen i stiftelsesbegrepet. Enhver formuesmasse kjennetegnes ved to grunnleggende karakteristika.

For det første vil den kunne gi en eller annen form for avkastning. Avkastningen kan enten forekomme i form av verdiøkning på formuesmassen selv eller anta en form for rente eller annen direkteavkastning på denne.

For det andre vil verdien på både formuesmassen selv og renten være utsatt for variasjoner over tid. Dette innebærer en form for usikkerhet eller risiko.

På bakgrunn av fremstillingen i avsnitt 4.1 blir det vist at enhver stiftelse i utgangspunktet bør søke å oppnå en optimal sammensetning av sikkerhet og avkastning. Det er relasjonen mellom sikkerhet og avkastning som utgjør den generelle siden av kravet til en forsvarlig kapitalforvaltning. Samtidig utgjør det første skritt i en forsvarlig sammensetning av porteføljen.

Dersom styret i en stiftelse ikke setter sammen sin portefølje på en optimal måte medfører dette ikke uten videre at kapitalforvaltningen er uforsvarlig på dette punkt. På den annen side vil en optimal sammensetning av risiko og avkastning være en standard for hva som i alle fall er forsvarlig.

3.4.2 Stiftelsesloven og forarbeidene

Det grunnleggende direktivet i første del av stiftelsesloven § 18 er at kapitalen skal forvaltes på ”..en forsvarlig måte.”. Den generelle siden av det nærmere innholdet i

dette er konkretisert med totalt tre parametere i bestemmelsens annen del. Av disse er det særlig sikkerheten og avkastningen som har relevans i denne sammenheng.

I utgangspunktet har denne konkretiseringen betydning i forhold til plasseringsaktiviteten i avkastningsstiftelser. Samtidig har henvisningen til stiftelsens formål, sett i sammenheng med det generelle grunndirektivet om forsvarlighet, også relevans i forhold til utdelingspolitikken.

Det første momentet som skal vektlegges er **sikkerheten** til kapitalen. Motstykket til dette er den risiko som kapitalen er utsatt for, målt etter relevante kriterier. Risikoen kan både være knyttet til den grunnleggende formuesmassen og til den forventede renten eller direkteavkastningen.

I et tidsmessig perspektiv er kravet at det fortløpende skal tas hensyn til sikkerheten, jf. ”..til enhver tid...”. Dette stiller da blant annet også krav til en fortløpende kontroll av regnskap og andre deler av formuesforvaltningen, jf. § 30 i.f.

Videre foreskriver loven at sikkerheten tas hensyn til på en ”...tilstrekkelig..” måte. Den nærmere konkretisering av hva som er tilstrekkelig må ses i forhold til at formålet til stiftelsen skal kunne ivaretas. En videre drøftelse her blir derfor en del av den individuelle standarden.

En mulig forståelse er at sikkerheten må være tilstrekkelig til at den nominelle verdien på kapitalen, eller eventuelt realkapitalen, ikke går tapt. Med forankring i forarbeidene kan man på generelt grunnlag tolke det slik, jf uttalelsen om at ”...kapitalgrunnlaget ikke skal bli svekket og formålet dermed undergravet på sikt,...”.³¹

Dette kravet er imidlertid ikke absolutt. Henvisningen til stiftelsens formål gir rom for en viss oppmykning og individualisering av dette kravet, jf under.

For det annet er **avkastningen** på kapitalen bestemmende for forsvarligheten. Den relevante størrelsen i lovens forstand er ikke den faktisk oppnådde avkastning.

³¹ NOU 1998: 7 s. 65 spalte 2.

Lovstedet taler om "...mulighetene for å oppnå..." avkastning. Den rettslig relevante betraktningen blir derfor forventet avkastning på kapitalen med utgangspunkt i en realistisk vurdering på investeringstidspunktet.

Dette kan innebære en oppmykning og en mulighet for uthuling av kravet til forsvarlig forvaltning. Tankegangen er at de ansvarlige i en stiftelse kan fri seg fra ansvar ved i ettertid å vise til at investeringsbeslutningen var riktig på et tidligere tidspunkt. Utover et kortere tidsrom vil imidlertid kravet til løpende kontroll virke som en motvekt til dette.³²

Også henvisningen til "...mulighetene.." kan være en tilsvarende fare for at man i ettertid skal kunne unndra seg ansvar.

I "...tilfredsstillende.." for å ivareta formålet må det generelt sett tolkes inn en viss fleksibilitet og et visst tidsperspektiv. I utgangspunktet kan man ikke forvente at avkastningen hvert år skal være tilstrekkelig til kunne ivareta formålet det samme året.

Dette ville i tilfelle legge meget sterke føringer på investeringsprogrammet. Resultatet av dette ville være en lite optimal risiko- og avkastningsstruktur, noe som kunne undergrave formålsrealiseringen på sikt.

Loven opererer også med en *terskel* for den forventede avkastningen. Denne bør, i absolutte tall, være tilstrekkelig til å ivareta formålet til den aktuelle stiftelse. Dermed er det også lagt føringer med hensyn til den risiko som er forsvarlig i den konkrete sammenheng. Det vil videre være en generell sammenheng mellom den avkastning og risiko som bør søkes oppnådd og arten og størrelsen på formuesverdien eller strukturen på aktivasiden ved større stiftelser.

Det er en positiv sammenheng mellom avkastning og risiko. En forsvarlig kapitalforvaltning på generelt grunnlag, innebærer å finne en struktur på porteføljen som optimerer de to parametrene sett i sammenheng, jf. avsnitt 4.

En eventuell økning eller senkning av risiko- og avkastningsstrukturen gjennomføres som en del av den stiftelsesspesifikke tilpasningen, jf. standardens konkrete investeringsaspekt. Det blir derfor på dette punkt at en mulig avveining mellom risiko

³² Jf. avsnitt 4.3.2 side 58.

og avkastning bør finne sted. Denne avveiningen vil dermed ikke være styrt av en isolert analyse av sikkerhet og avkastning, men av bestemmelser i loven, forarbeidene, stiftelsens formål og vedtekter for øvrig med mer.

3.4.3 Vedtektene

Stiftelsesloven oppstiller verken et konkret påbud eller forbud når det gjelder anvendelsen av midlene til en stiftelse. I utgangspunktet innebærer dette at stiftelsene selv kan fastsette bestemmelser både om investerings- og utdelingspolitikken.

Det er derfor ikke uvanlig at stiftelser har egne reglement med hensyn til investeringspolitikken. Dette gjelder særlig for stiftelser med noe større forvaltningskapital. For disse vil det også ofte være hensiktsmessig å ha en forholdsvis detaljert beskrivelse av utdelingspolitikken.

Et eventuelt investeringsreglement kan for det første være en integrert del av vedtektene. En mulighet i dette tilfellet er at vedtektene selv inneholder en detaljert beskrivelse av hvordan porteføljen skal settes sammen og eventuelt bestemmelser om utdelingene. En annen mulighet er at vedtektene kun henviser til et reglement som trekker opp de ytre rammer og ellers overlater til styret å trekke opp de nærmere retningslinjer.³³

Den mest hensiktsmessige måten å organisere forvaltningen på er å la styret vedta et særskilt forvaltningsreglement. På denne måten unngår man reglene om omdanning i stiftelseslovens kapittel 6 ved en eventuell endring av investerings- eller utdelingspolitikken. Styret har det overordnede ansvaret for kapitalforvaltningen, jf. § 30 (2) og (3). På grunnlag av disse bestemmelsene er utformingen av et forvaltningsreglement en oppgave som styret ikke kan delegere til andre.³⁴

De mulige skranker og påbud for forvaltningen som måtte følge av stiftelsesspesifikke rettskilder innebærer en ytterligere skjerping av det lovfestede forsvarlighetskravet.

³³ Hammerich s. 11.

³⁴ Ot.prp. nr. 15 (2000-2001) s. 46 spalte 2.

3.5 Stiftelsers *formål* – individualiseringen av forsvarlighetskravet

3.5.1 Formelle krav i stiftelsesloven

Et av de fire grunnleggende vilkårene som inngår i definisjonen av en stiftelse i lovens § 2 første punktum, er at den har et bestemt formål. Angivelsen av minst ett bestemt formål av oppretteren er en gyldighetsbetingelse.³⁵ Lovteksten er ikke til hinder for at en stiftelse har flere forskjellige formål som skal søkes realisert, enten parallelt eller suksessivt.³⁶ Kravet om ”..bestemt..” innebærer imidlertid at formålet eller formålene ikke må være for vagt og upresist beskrevet. Det normale vil være at stiftelsen har til hensikt å fremme formålet.

Både i den gamle og den nye lovens § 2 foreligger det en oppstilling av mulige formål. Ikke i noen av disse bestemmelsene er oppstillingen ment å være uttømmende, men utelukkende en eksemplifisering av det lovgiver har ansett som vanlige formålskategorier.³⁷

Stiftelsesloven av 2001 oppstiller ingen direkte grenser for hvilke formål en stiftelse kan ha. Allmenne rettslige begrensninger vil likevel kunne sette grenser for hvilke formål som blir godtatt, jf. eksempelvis Grunnloven § 108 og Lov om arv (arveloven) 3. mars 1972 nr. 5 § 64. Videre vil det i realiteten være tale om et selskap dersom formålet til stiftelsen er å ivareta stifterens egne interesser.³⁸

Når det gjelder mulighetene for en gunstig skatterettslig behandling av inntektene, er stiftelsene underlagt strenge grenser med hensyn til valg av formål og måtene for inntektsgenerering. Formålet kan være avgjørende for om stiftelsen oppnår skattefrihet etter skattelovens § 2-32 (1). Det grunnleggende kravet er at stiftelsen ikke har et ervervsmessig formål.

Stiftelsens bestemte formål skal angis både i stiftelsesdokumentet og vedtektene, jf. henholdsvis stiftelseslovens §§ 9 (1) bokstav a og 10 (1) bokstav b.

³⁵ NOU 1998: 7 s. 55 spalte 2.

³⁶ Woxholth s. 137.

³⁷ NOU 1998: 7 s. 55 spalte 2.

³⁸ Mads Henry Andenæs: *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper*, Oslo 1998, s. 18.

3.5.2 Juridiske betraktninger rundt formålsangivelsen

Kravet om at formålet skal fremkomme både i stiftelsesdokumentet og vedtektene har sin bakgrunn i at de to rettskildene skal ivareta forskjellige hensyn.

Den primære oppgaven til *stiftelsesdokumentet* er å ta hensyn til oppretterens vilje med disposisjonen. Det er et grunnleggende prinsipp i stiftelsesretten at oppretterens vilje skal respekteres i høyest mulig grad.³⁹ Å bringe på det rene hva oppretteren har ment, er også målsettingen for tolkingen av de stiftelsesspesifikke rettskildene og fastleggingen av risikoviljen.

Vedtektene skal både ta hensyn til oppretterens vilje og ha en funksjon som retningslinje ved forvaltningen av stiftelsen.⁴⁰ Det er derfor en realitet at formålet også medfører en kompetansebegrensning for styret eller andre organer.⁴¹

Kravet om et bestemt formål kan blant annet ses på bakgrunn av at formålet har en funksjon som direktiv til styret.

For eksempel kan dette være i forhold til hva stiftelsen skal søke å oppnå. Dette innebærer at formålsbestemmelsen må angi ”..hva resultatet av den økonomiske aktiviteten skal anvendes til.”⁴² Det er særlig på dette punkt at formålsangivelsen til en stiftelse skiller seg fra den til et selskap.

Formålet kan også virke som en generell kompetansebegrensning i forhold til avgjørelser som styret måtte treffe. Den relevante kompetansebegrensningen av interesse her, blir den som gjelder i forhold til sammensetningen av stiftelsens formue og utdelinger fra denne.

3.5.3 Formålets betydning i økonomisk henseende

Formålet har betydning i økonomisk forstand for både investeringene og utdelingspolitikken.

³⁹ Katarina Olsson: *Näringsdrivande stiftelser*, Stockholm 1996, s. 300.

⁴⁰ Advokatfirma Kluge: *Stiftelser*, Oslo 2001, s. 28.

⁴¹ Aarbakke s. 29.

⁴² Aarbakke s. 14.

Når det gjelder investeringene vil formålet være styrende for risikoviljen til stiftelsen. Det avgjørende her blir å resonnerer seg frem til en koeffisient for risikoaversjonen som er forsvarlig for den enkelte stiftelse. På bakgrunn av denne koeffisienten kan man fastlegge den relative fordelingen av investeringsporteføljen i ulike investeringsprodukter. Dette blir da styrende for hva som er en forsvarlig risikojustert investeringspolitikk for den enkelte stiftelse.

Utgangspunktet for vurderingen er *stiftelsesspesifikke bestemmelser* i vedtektene eller stiftelsesdokumentet.

Det kan eksempelvis ved opprettelsen være inntatt bestemmelser om den relative fordelingen av plasseringene. En mulighet er at disse konkret gir pålegg om at 20%-40% kan investeres i aksjer, 40%-60% i obligasjoner og minst 10% i pengemarkedsfond.

På bakgrunn av den preseptoriske regelen i lovens § 18 må styret på selvstendig grunnlag vurdere om denne sammensetningen virker forsvarlig. I utgangspunktet vil nok styret måtte følge disse bestemmelsene. Argumenter som taler for dette, er blant annet den grunnleggende respekten for oppretterens vilje og at det må forutsettes at oppretteren har tenkt gjennom fordelingen når det er opprettet slike bestemmelser.

Når ovennevnte stiftelsesspesifikke rettskilder *ikke inneholder bestemmelser* om plasseringene, må det tilgjengelige materialet tolkes i lys av formålet. Tolkningen følger de mønstergyldige retningslinjene for tolkning av vedtekter og det aktuelle stiftelsesgrunnlaget.

Vedtektsbestemmelser må tolkes med utgangspunkt i oppretterens mening. Dersom stiftelsesgrunnlaget er et testament skal dette tolkes i samsvar med det testator mente, jf. arvelovens § 65 (1).

Hvis opprettelsesdisposisjonen er et gavebrev skal tolkningen også følge et subjektivt tolkningsprinsipp.⁴³

⁴³ Geir Woxholth: *Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning*, Oslo 2001, s. 416.

Den generelle overordnede målsettingen for tolkningen er å bringe klarhet i oppretterens vilje og hva oppretteren har ment.⁴⁴ Relevante tolkningsmomenter for å finne frem til dette er blant annet ordlyden i ovennevnte dokumenter, den fakstiske bakgrunnen, muntlige uttalelser, med mer.⁴⁵ Formålet er et eget tolkningsmoment. Utover dette må hele tolkningsprosessen i denne sammenheng ses i lys av formålet. Grunnen til dette er at ordlyden i stiftelseslovens § 18 spesifikt trekker frem formålet i bedømmelsen av forsvarligheten.

Det er vanskelig å trekke generelle retningslinjer med hensyn til slutninger fra det ferdig tolkede materialet til en konkretisering av risikoaversjonen. Overordnede retningslinjer for konkretiseringen kan være enkelte av særtrekkene ved stiftelsesbegrepet. Dette kan eksempelvis være forutsetningen om at stiftelsene er en langvarig rettsdannelse og bør ha en viss konservatisme i forvaltningen eller utgangspunktet om at avkastningsstiftelsene deler ut midler og derfor bør være relativt likvide.

Det endelige resultatet vil imidlertid til en stor grad bero på en konkret helhetsvurdering. I tillegg til tolkningen av stiftelsens særegne rettskilder beror resultatet av denne helhetsvurderingen på de hjelpemidler som presenteres i avsnitt 4.2.3.

Visse retningslinjer vedrørende utdelingspolitikken kan til en viss grad bli fastlagt gjennom kravet til et ”bestemt formål”.

Det vanlige vil være at formålet alene eller i kombinasjon med vedtektene gir grunnlag for at det skal foretas utdelinger på jevnlig basis. Loven krever imidlertid ikke at oppretteren konkretiserer den måten dette formålet skal fremmes på. Eksempelvis er det mulig at styret overlates ansvaret å fastlegge hyppigheten på utdelingene, størrelsen på disse fra gang til gang, en nærmere prioritering av destinatarene hvis nødvendig etc.

Er det ikke stillet opp et direkte forbud mot utdelinger, kan det kompetente organ beslutte utdelinger innenfor rammen av formålet. Dette vil også være retningsgivende dersom det ikke kan innfortolkes at utdelinger ikke skal finne sted. Et annet spørsmål er

⁴⁴ Woxholth: *Stiftelser*, s. 41.

⁴⁵ Woxholth: *Stiftelser*, s. 42.

om dette også vil være styrets plikt? Konklusjonen følger av en tolkning av vedtektene etter ovennevnte prinsipper, jf. § 30 (3) første punktum.

I noen stiftelser vil utdelinger ikke være forenlig med formålet. Dette innebærer da en kompetansebegrensning overfor styret i form av et utdelingsforbud.

4. Forsvarlighetsstandardens grunnleggende komponenter

Investeringsaktiviteten er selve grunnlaget for formålsrealiseringen i en avkastningsstiftelse. Det er resultatet av denne forvaltningen som avgjør i hvilken utstrekning stifterens vilje kan oppfylles og derigjennom berettige stiftelsens eksistens over tid.

Vurderingen av forsvarligheten på dette punkt har en generell og en spesiell side ved seg, jf. avsnitt 3.2.

Følgende illustrasjon skal vise den grunnleggende sammenhengen mellom avkastning og risiko i forsvarlighetsvurderingen etter loven:

--UFORSVARLIG--		--UFORSVARLIG--
For lav avkastning	-----FORSVARLIG-----	Høy avkastning
Lav risiko		For høy risiko

Figur 2: Sammenhengen mellom avkastning og risiko i forsvarlighetsstandarden

Et sentralt poeng er at kapitalforvaltningen kan være uforsvarlig selv om stiftelsen har hatt lav risiko på porteføljen sin. Dette er tilfellet hvis stiftelsen på grunn av den lave risikoen også har oppnådd for lav avkastning til at formålet kan ivaretas på en forsvarlig måte. Det er altså et krav om årsakssammenheng. Dersom stiftelsen under normale omstendigheter ville oppnådd en god avkastning foreligger det ikke uforsvarlighet. Det optimale er å oppnå en høyest mulig avkastning med en lavest mulig risiko.

Et annet sentralt poeng er at det kan foreligge uforsvarlig kapitalforvaltning selv om stiftelsen har oppnådd en meget god avkastning. Dette er eksempelvis tilfellet hvis

styret bevisst har tatt en meget høy risiko, sett i forhold til hva som er forsvarlig for denne stiftelsen, med det for øyet å søke en høy avkastning.

Dette kan også være tilfellet hvis styret ubevisst og intetanende har oppnådd en god avkastning uten anelse om den risikoen som kapitalen har vært eksponert for. Selv om avkastningen er bra, er en forvaltningspraksis hvor tilfeldighetene råder ikke forsvarlig. Det gjelder derfor også at det ikke nødvendigvis er en uforsvarlig kapitalforvaltning selv om stiftelsen oppnår et dårlig resultat.

Det som kan betegnes som en forsvarlig kapitalforvaltning befinner seg derfor i midtre del i ovennevnte illustrasjon. Dette er tema for behandlingen i avsnittene 4.1 og 4.2.

En forsvarlig forvaltning av kapitalen innebærer at det må være begrensninger med hensyn til hvor mye som kan deles ut på forskjellige tidspunkt. Uten slike begrensninger vil for eksempel formålsrealiseringen over tid kunne være truet. Videre kan styret ha forsømt seg på det organisatoriske eller personelle området, slik at for eksempel investeringsporteføljen kun blir revurdert årlig. Alene eller i kombinasjon med de andre momentene vil dette kunne innebære et brudd på forsvarlighetsstandarden. Disse sidene ved forsvarlighetsstandarden er tema i avsnitt 4.3.

4.1 Vilkåret om stiftelsers generelle investeringsforsvarlighet

4.1.1 Grunndirektivet om forsvarlig forvaltning i stiftelseslovens § 18

Det generelle grunnleggende direktivet i første del av § 18 foreskriver en forsvarlig kapitalforvaltning. Dette kan eksempelvis innebære slike selvfølgeligheter som at styret i stiftelsen ikke skal selge aktiva til underpris. Forutsetningen er da at dette ikke er ledd i en utdelings- eller avviklingsstrategi.

Bestemmelsen kan i forlengelsen av dette legge føringer på den måten et aktiva bør selges, selv om det i ettertid kan vise seg at oppnådd pris forblir upåvirket av salgsprosessen. Imidlertid vil det nok som regel være en sammenheng mellom en lite tilfredsstillende salgsprosess og en lav pris.

Et eksempel er Stiftelsen Norsk Sjøfartsmuseums salg av en eksklusiv strandeiendom på Bygdøy. Denne ble kjøpt av investoren Øystein Stray Spetalen høsten 2004. Eiendommen ble solgt uten forutgående budrunder. Overdragelsesprisen ble fastsatt utelukkende på bakgrunn av én verditakst.

Kritikken ble primært rettet mot den måten salget var gjennomført på.⁴⁶ Det er likevel sannsynlig at overdragelsen ville blitt kritisert selv om prisen hadde vært vesentlig høyere. Poenget er at man grunnet fraværet av andre potensielle budgivere likevel ikke vet om prisen ”var riktig”.

Et salg fra en stiftelse gjennomført på en måte som dette vil trolig være i faresonen for hva som, på generelt grunnlag, er å betrakte som uforsvarlig kapitalforvaltning i lovens forstand.

Videre kan standarden i dette henseende stille krav til en stiftelses *erverv av aktiva*. På samme måte som over, må vurderingen av en mulig uforsvarlighet ta utgangspunkt i både den faktiske prisen som er betalt og de aktuelle prisdannelsesmekanismene som ligger til grunn for fastsettelsen av overdragelsesprisen.

For de fleste standardiserte investeringsprodukter vil det foreligge en normal markedspris, for eksempel en børskurs.

Derfor er det trolig ved kjøp eller salg av spesielle aktiva at dette problemet kommer på spissen. En annen side av saken er at en overdragelse i enkelte tilfelle kan fremme en bestemt stiftelses vedtektsfastsatte formål på en særlig gunstig måte. Dette kan da medføre at et mindre avvik fra en tilsynelatende normal pris eller behovet for en hurtig salgsprosess vil kunne forsvares på nettopp dette grunnlaget.

Om en bestemt transaksjon er uforsvarlig vil måtte bedømmes etter en helhetsvurdering hvor både generelle og stiftelsesspesifikke aspekt må trekkes inn. Relevante momenter ved denne vurderingen vil være formålet til stiftelsen, det absolutte og relative prisavviket, objektet for transaksjonen, stiftelsens totale kapitalgrunnlag, tidspresset med mer.

⁴⁶ Dagens næringsliv 17. november 2004 s. 44: *Fikk Bygdøy-perle uten konkurranse*.

Av grunndirektivet i § 18 kan det også utledes begrensninger med hensyn til hvordan kapitalen bør anvendes når det gjelder kjøp og salg av visse *investeringsprodukter* på generelt grunnlag.

Eksempelvis bør derivative instrumenter, som for eksempel opsjoner, som hovedregel brukes i avsikringsøyemed eller til diversifisering av en bestående portefølje. Dette trenger imidlertid ikke innebære at en ren spekulasjon i slike instrumenter er uforsvarlig per definisjon. Ved relativt større tap på slike verdipapirer, vil man imidlertid raskere kunne konkludere med uforsvarlighet.

Særlig i produkter med høy risiko- og avkastningsprofil bør man generelt unnlate å inngå åpne posisjoner som i teorien kan medføre et ubegrenset tap.

Et eksempel på dette kan være salg av kjøpsopsjoner, uten at man har den underliggende aksjen i porteføljen.⁴⁷ Muligheten for fortjeneste ligger her i den opsjonspremien som salget innbringer. Salget medfører imidlertid en forpliktelse overfor motparten til å levere aksjen til en på forhånd avtalt pris, utøvelsesprisen. Dersom kursen på underliggende aksje stiger, vil differansen mellom utøvelsesprisen og den dagsaktuelle kursen kunne bli ubegrenset. Nettotapet blir denne differansen etter fradrag for den inntjente opsjonspremien og eventuelle transaksjonskostnader.

Engasjement i slike aktiva stiller også høyere organisatoriske krav i stiftelsen, jf. § 30 (2), (3) annet pkt og uttalelsen i forarbeidene om at ved plasseringer i ”....opsjoner mv, så må dette forutsette at plasseringene foretas på bakgrunn av vurderinger foretatt av personer med spesiell ekspertise.”⁴⁸, jf. avsnitt 4.3.3. Resultatet er at terskelen for å statuere en uforsvarlig kapitalforvaltning er lavere i disse tilfellene. Hvor mye lavere bør bedømmes blant annet på grunnlag av de valgte strategier, hensikten bak valgene, hvem som valgte disse med mer.

I den andre delen av § 18 konkretiseres den generelle forsvarlighetsstandarden. I den følgende behandlingen skal jeg ta for meg de generelle kravene til sikkerhet og avkastning. Plasseringsforsvarligheten med fokus på disse parametrene har forankring i prinsipper fra moderne porteføljeteori.

⁴⁷ Stephen Figlewski, William L. Silber, Marti G. Subrahmanyam: *Financial options: From theory to practice*, New York 1990, s. 50.

⁴⁸ NOU 1998: 7 s. 33 spalte 1.

4.1.2 Aktivas avkastning, risiko og risikopremier

Den fremtidige totalavkastningen på risikoeksponerte investeringer er underkastet en betydelig grad av usikkerhet. Dette har betydning for vurderingen av forsvarligheten på flere måter.

For det første kan dette medføre at den faktisk oppnådde avkastningen til en stiftelse faller under det som er forsvarlig, selv om styret i utgangspunktet siktet seg inn mot en forsvarlig avkastning.

For det andre kan det medføre at risikoen blir høyere enn det som er forsvarlig for stiftelsen. I disse tilfellene vil det være vurderingen på investeringstidspunktet som er relevant for bedømmelsen av forsvarligheten.

For bedre å kunne kvantifisere ovennevnte usikkerhet på investeringstidspunktet benytter man en sannsynlighetsfordeling med hensyn til forventet fremtidig avkastning.

Denne sannsynlighetsfordelingen blir karakterisert med parametrene forventet avkastning og standardavvik. Standardavviket til avkastningen er et statistisk mål for usikkerheten eller risikoen knyttet til inntreden av fremtidige hendelser.⁴⁹ I denne sammenheng relaterer det seg til risikoen med hensyn til inntreden til fremtidig avkastning.⁵⁰

Den statistiske *normalfordelingen* har egenskaper som gjør den egnet til anvendelse her. Den er symmetrisk og fullstendig definert med parametrene gjennomsnittlig avkastning og standardavvik.

Risikoen ved en normalfordelt avkastning på en investering blir derfor fullstendig beskrevet gjennom sitt standardavvik. Videre vil et veid gjennomsnitt av variabler som er normalfordelt også være normalfordelt.

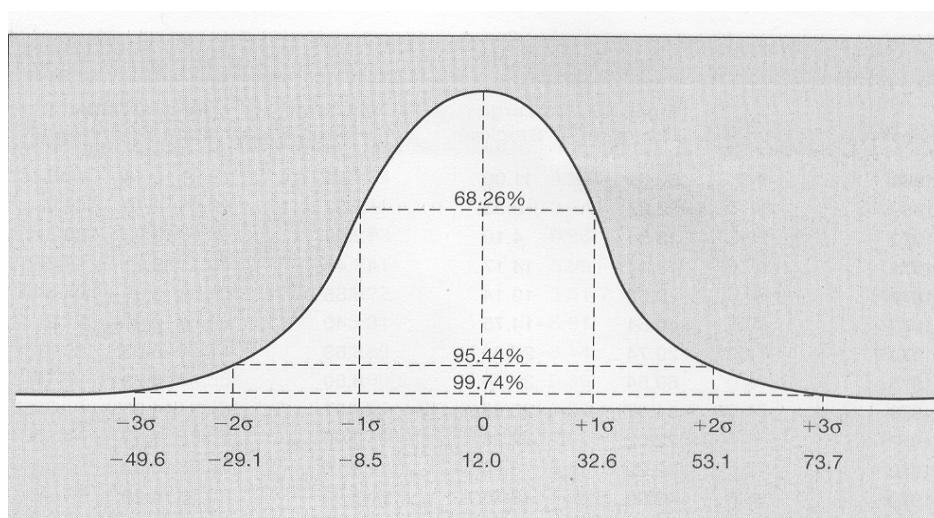
Når eksempelvis individuelle aksjeavkastninger er normalfordelt, vil også avkastningen til en portefølje bestående av mange aksjer være normalfordelt. Hele porteføljens standardavvik representerer da den totale risikoen til denne. Dette kan gi et enkelt og

⁴⁹ Jf. vedlegg 1.

⁵⁰ Se *volatilitet* i vedlegg 1 og Figlewski s. 97.

oversiktlig bilde av risikoen til stiftelsens portefølje. På dette grunnlaget vil det være et hjelpemiddel for å se om risikoen har overskredet grensene for det forsvarlige.

På bildet under er dette vist grafisk.⁵¹ Normalfordelingen viser en forventet avkastning på 12% og et standardavvik på 20,5%. Dette innebærer at i 68,26% av tilfellene vil avkastningen i det aktuelle tidsrommet ligge mellom –8,5% og 32,5%.



Figur 3: Normalfordelingen – forventet avkastning og risiko ved en investering

På bakgrunn av empiriske undersøkelser er det påvist at høyere avkastning og høyere risiko henger sammen. Generelt sett er markedene med de høyeste gjennomsnittlige avkastningene også de mest volatile. Dette har direkte relevans for styrets prioritering mellom sikkerhet og avkastning.

Differansen i forventet avkastning mellom å investere eksempelvis i aksjer og i risikofrie statsobligasjoner kalles *risikopremien* med hensyn til aksjer. En stiftelse som vurderer å eksponere seg i en bestemt aksje må vurdere om økningen i risiko er forsvarlig i forhold til risikopremien i form av høyere avkastning for denne investeringen isolert sett. I tillegg har risikopremien betydning ved fastleggelsen av risikoaversjonen, jf. avsnitt 4.2.3.

Risikopremien for aksjer har vært variabel avhengig av analyserte tidsperioder og land. Det historiske gjennomsnittet for aksjer i store amerikanske selskaper har vært 8,22% i

⁵¹ John C. Bogle: *Bogle on mutual funds*, Illinois 1994, s. 148.

tiden 1950 – 1999. I perioden 1872 – 1949 var imidlertid risikopremien for samme aktivaklasse bare 4,62%.⁵²

I praksis stemmer den kumulative fordelingen i avkastningen på store og små aksjer rimelig godt overens med normalfordelingen. Det er imidlertid påvist at ekstreme verdier forekommer hyppigere enn det som ligger til grunn for en normalfordeling. Enda mer påfallende er at de ekstreme verdiene synes å forekomme mest hyppig på den negative siden av fordelingen.

Det eksisterer imidlertid forskjellige mål som kan avdekke om ekstreme negative verdier er for store og hyppige til å kunne karakteriseres som normalfordelt.

Eksempler på slike mål er nedre delvis standardavvik og skjevhet.

Et annet risikomål som setter fokus på et potensielt tap som kan oppstå ved ekstrem negativ avkastning er Value at Risk.⁵³ Hvis en fordeling ikke er tilstrekkelig normalfordelt, gir dette risikomålet nyttig informasjon om størrelsen på det tapet som kan forventes i de 5% verst tenkelige tilfellene.

Value at Risk brukes særlig av forvaltere som et måletall for potensielle tap som porteføljen kan bli påført ved en spesielt uventet negativ verdiutvikling. For stiftelser vil en løpende analyse av VaR generelt sett kunne være et hensiktsmessig analyseverktøy i kapitalforvaltningen. Dette for å avdekke de absolutte verdisvingningene som kapitalen er utsatt for.

Dette kan blant annet bidra til å ivareta særtrekkene til en stiftelse, for eksempel hensynet til at denne skal være en langvarig rettsdannelse og forutsetningen om en grunnleggende konservatisme ved investeringspolitikken. Styret bør derfor særlig fokusere på sannsynligheten for en stor negativ verdiutvikling på kapitalen.

Kravet til en løpende vurdering av Value at Risk har særlig en side mot momentet om organisatorisk og personell forsvarlighet i kapitalforvaltningen.

⁵² Eugene Fama og Kenneth French: *The equity premium*, I: Journal of Finance 57, nr. 2/2002, s. 656.

⁵³ Se vedlegg 1.

4.1.3 Den sammensatte risikostrukturen i en stiftelses portefølje

Når en stiftelse evaluerer risikoen i den investerte porteføljen, er det viktig å se på det indre samspillet mellom avkastningen på de forskjellige aktiva. Dette er nødvendig av flere grunner.

For det første kan risikoen til de forskjellige produktene nøytralisere eller akkumulere hverandre i en portefølje. Dette kan gjøre det mulig for stiftelsen å øke den totale avkastningen samtidig med at risikoen synker. Dette vil for alle avkastningsstiftelser innebære en bedret formålsrealisering.

For det andre bør avkastningsstrukturen sett under ett tilpasses stiftelsens behov for likviditet til utdelinger. En nærmere analyse her kan også føre til at avkastningen kan økes på sikt, samtidig med at behovet for likviditet til formålsrealiseringen i dag blir ivarettatt.

Det kalles *avsikring* når man investerer i et aktiva som har en avkastningsstruktur som helt eller delvis motsvarer eller nøytraliserer eksponeringen til en spesiell type risiko. Eksempler på dette kan være kjøp av salgsopsjoner når man allerede har de underliggende aksjene i porteføljen. Hvis verdien på de underliggende aksjene synker, vil man da tjene på salgsopsjonene.⁵⁴

En annen måte å kontrollere risikoen til en portefølje på, er gjennom *diversifikasjon*. Dette innebærer at man investerer midlene i mange forskjellige aktiva på en slik måte at eksponeringen overfor risikoen til et enkelt aktiva blir begrenset.

For å vise prinsipper for risiko, avkastning og diversifikasjon i en stiftelse, går jeg i det følgende gjennom et eksempel.⁵⁵

Utgangspunktet er en avkastningsstiftelse som ved opprettelsen får plassert en større post aksjer som formuesverdi. Dette er aksjer i et selskap, Saftarv, som importerer og selger appelsinsaft. Aksjeposten utgjør 50% av stiftelsens totale formue. I vedtektene følger et forbud mot å selge aksjene. Avkastningen varierer etter følgende mønster:

⁵⁴ Figlewski s. 49.

⁵⁵ Inspirasjonen til eksemplet er hentet fra kurs i Avansert Porteføljeforvaltning.

	<i>Normalt år for appelsiner</i>		<i>Unormalt år</i>
	Godt aksjemarked	Dårlig aksjemarked	Appelsinkrise
Sannsynlighet	0,5	0,3	0,2
Avkastning	25%	10%	-25%

Tabell 1: Saftarvs avkastning ved ulik markedsutvikling

Forventet avkastning til Saftarv er 10,5% og standardavviket til avkastningen er 18,9%.⁵⁶

For å redusere risikoen på hele porteføljen kan vi eksempelvis forutsette at styret beslutter å investere de resterende 50% av formuen i risikofrie norske statsobligasjoner. Vi forutsetter at disse gir en sikker avkastning på 2,5%. Den forventede avkastningen på stiftelsens totale portefølje blir da 6,5%.⁵⁷

Standardavviket til en portefølje er et veid gjennomsnitt av standardavviket til dens enkelte komponenter. Siden de risikofrie statsobligasjonene har et standardavvik på null, blir denne porteføljens standardavvik 9,45%.⁵⁸

Ved å investere femti prosent av midlene i statsobligasjoner reduseres standardavviket på porteføljen til det halve. Dette viser at den enkleste måten for en stiftelse å redusere risikoen til et forsvarlig nivå på, skjer ved å investere deler av kapitalen i aktiva med lav eller ingen volatilitet. Prisen for dette er imidlertid en reduksjon i porteføljens forventede avkastning på 4%.⁵⁹

Vi forutsetter videre at styret i stiftelsen trenger høyere avkastning for å kunne gjennomføre det vedtektsfestede formålet på en forsvarlig måte. Styret vurderer å investere en del av kapitalen i et selskap som hovedsakelig dyrker appelsiner til bruk i saftindustrien, CalifAS. Selskapets aksjer tenderer til å stige kraftig i verdi når appelsinavlingene er dårlige. Selskapet har følgende struktur på sin avkastning avhengig av markedsutviklingen:

⁵⁶ Jf. vedlegg 1.

⁵⁷ $(0,5 \times 10,5\%) + (0,5 \times 2,5\%) = 6,5\%$.

⁵⁸ $0,5 \times 18,9\% = 9,45\%$.

⁵⁹ $10,5\% - 6,5\% = 4\%$. risikopremien for aksjeposten i forhold til statsobligasjonene er 8% og for halve porteføljen 4%.

	<i>Normalt år for appelsiner</i>		<i>Unormalt år</i>
	Godt aksjemarked	Dårlig aksjemarked	Appelsinkrise
Sannsynlighet	0,5	0,3	0,2
Avkastning	1%	-5%	35%

Tabell 2: CalifAS' avkastning ved ulik markedsutvikling

Forventet avkastning på denne aksjen er 6% og standardavviket er 14,73%. Denne aksjen er derfor nesten like volatil som den stiftelsen allerede har 50% av i sin portefølje, Saftarv.

Den forventede avkastningen er 4,5%-poeng under førstnevnte og 0,5%-poeng lavere enn ovennevnte portefølje med tilhørende standardavvik på bare 9,45%.

Isolert sett kan stiftelsen på dette grunnlag betrakte aksjen som en lite attraktiv investering.

Sammenligner man de to aksjene ser man imidlertid at den enes forventede avkastning er høyest når den andres er lav og omvendt. Styret vurderer derfor en strategi som innebærer å investere den resterende halvparten av formuen i aksjer i dette selskapet. Forventet avkastning under de forskjellige markedsforholdene er kun gjennomsnittet av tidligere. Dette fordi formuen deles på en halvpart i hver aksje. Vi får da følgende tabell:

	<i>Normalt år for appelsiner</i>		<i>Unormalt år</i>
	Godt aksjemarked	Dårlig aksjemarked	Appelsinkrise
Sannsynlighet	0,5	0,3	0,2
Avkastning	13,0%	2,5%	5,0%

Tabell 3: En porteføljes avkastning ved ulik markedsutvikling

Forventet avkastning på denne porteføljen er 8,25% med et standardavvik på 4,83%.

En sammenligning av avkastning og risiko fordelt på de tre alternativene viser følgende:

<u>Porteføljesammensetning</u>	<u>Forventet avkastning</u>	<u>Standardavvik</u>
100% i Saftarv	10,50%	18,90%
50% i statsobligasjoner, 50% i Saftarv	6,50%	9,45%
50% i CalifAS, 50% i Saftarv	8,25%	4,83%

En portefølje som består av en kombinasjon av Saftarv og CalifAS har klare fordeler når man legger vekt på både hensynet til avkastning og risiko. En mest mulig optimal kombinasjon av disse på generelt grunnlag er den første underproblemstillingen i kravet til en forsvarlig kapitalforvaltning.

Forventet avkastning på sistnevnte portefølje er kun 2,25% lavere enn hvis alt ble investert utelukkende i Saftarv. *Risikoen* utgjør imidlertid bare om lag en fjerdedel av utgangspunktet.

En portefølje bestående av halvparten i Saftarv og statsobligasjoner ville resultert i et standardavvik på det dobbelte og 1,75%-poeng lavere forventet avkastning. Også dette alternativet må antas å ville ha ivaretatt hensynene til avkastning og sikkerhet bedre enn om alt forble investert i Saftarv.

Dette viser at risikoen på et enkelt aktiva som inngår i en større portefølje ikke kan måles isolert. Den relevante risikoen er det aktuelle aktivas risikobidrag i forhold til den totale risikoen på hele porteføljen sett under ett. Aktiva med en struktur på avkastningen som er motsatt av den opprinnelige strukturen i porteføljen har en funksjon som risikonøytraliserende aktiva.

Videre viser det at styret i en stiftelse kan oppnå en høyere avkastning og en lavere risiko på samme tid. Dette innebærer blant annet at styret ikke kan høres med at avkastningen nødvendigvis er lav, fordi risikoen skal være lav. Dette må trolig være noe av innholdet i lovutvalgets krav til at "...styret må ha et aktivt forhold til kapitalforvaltningen..."⁶⁰

Eksemplet viser også betydningen av styrets kompetanse til å selge aktiva som oppretteren har lagt inn i stiftelsen. På bakgrunn av ovennevnte og i mangel av andre klare holdepunkter, bør utgangspunktet være at styret har kompetanse til å selge deler av

⁶⁰ NOU 1998: 7 s. 65 spalte 2.

den opprinnelige formuen. Forutsetningen er at dette gjøres for å spre risikoen ved å investere i andre aktiva. Dette vil igjen bidra til en generelt sett bedret formålsrealisering på sikt. Etter min mening behøves det relativt klare instruksjoner for at dette ikke skal være tillatt.

Kovariansen og korrelasjonen er uttrykk for diversifikasjonspotensialet til et aktiva.⁶¹ I eksemplet her er den negative kovariansen grunnlaget for CalifAS' nøytraliserende effekt. Den sterke negative korrelasjonen på $-0,86$ er et uttrykk for CalifAS diversifikasjonseffekt i kombinasjon med Saftarv.

Kovariansen til avkastningen på de forskjellige aktiva i en stiftelses portefølje er viktig når man evaluerer den totale risikostrukturen. Dette får på samme måte som over direkte konsekvenser for vurderingen av den generelle forsvarligheten av kapitalforvaltningen.

En porteføljes forventede avkastning er et veid gjennomsnitt av de enkelte aktivas forventede avkastninger. Standardavviket til en portefølje er derimot mindre enn det veide gjennomsnittet av de enkelte komponenters standardavvik. Porteføljer som ikke har perfekt korrelerte aktiva har alltid bedre risiko- og avkastningsstruktur enn de enkeltstående verdipapirene isolert sett. Desto mindre verdipapirene er korrelert med hverandre, desto høyere er diversifikasjonseffekten.

På dette punkt kan analysen gi et bidrag til styret i en stiftelse som setter sammen en verdipapirportefølje. En positiv kovarians mellom avkastningen til forskjellige verdipapirer øker variansen til porteføljen. En negativ kovarians bidrar til å senke porteføljevariansen. Setter man sammen negativt korrelerte verdipapirer i stiftelsens portefølje resulterer dette i en stabilisering av porteføljens totale avkastning og en senkning av risikoen.

I utgangspunktet innebærer en slik sikringsstrategi at man kjøper et risikofyllt aktiva som er negativt korrelert med den porteføljen man allerede har. Dette er ofte et bedre alternativ enn å senke porteføljens risiko gjennom eksempelvis å øke beholdningen av risikofrie aktiva i porteføljen, jf. eksemplet over.

⁶¹ Jf. vedlegg 1.

4.1.4 Stiftelsers optimale kombinasjon av risikoeksponerte aktiva

Tema her er hvordan sammensetningen av den risikoeksponerte delen av formuen optimaliseres uavhengig av stiftelsesspesifikke særpreg. Denne delen av porteføljesammensetningen er et teknisk optimeringsproblem og har en generell løsning. En kapitalforvaltning som er optimal, vil også alltid være forsvarlig.

I avsnitt 4.1.3 ble det vist hvordan standardavviket til to aksjer i en portefølje var lavere enn det til hver av dem isolert sett. Standardavviket til en portefølje vil synke etter hvert som antallet verdipapirer i denne øker. Standardavviket vil imidlertid aldri bli null. Den restrisikoen som blir igjen i en bredt diversifisert portefølje kalles markedsrisiko, systematisk risiko eller udiversifiserbar risiko. I motsetning til dette kalles den risikoen som kan fjernes ved diversifisering for usystematisk risiko, unik risiko eller diversifiserbar risiko.

I forhold til forsvarlighetsstandarden vil den relevante risikoen i utgangspunktet være den systematiske risikoen.

Stiftelsesspesifikke påbud eller forbud med hensyn til kapitalforvaltningen, kan imidlertid innebære at styret ikke har mulighet til å diversifisere bort hele den usystematiske risikoen. Dette må det da taes høyde for ved vurderingen av om forvaltningen har vært forsvarlig.

Et eksempel kan være at stiftelsen har hatt for høy risiko og hevder at grunnen for dette var nødvendigheten av høy avkastning. Det første skrittet blir da å vurdere om denne avkastningen var nødvendig for å ivareta formålet på en forsvarlig måte. Dersom dette er tilfellet blir det neste skrittet å vurdere hvorfor risikoen var for høy. En mulighet er at stiftelsen har unnlatt å diversifisere og derfor tatt for høy usystematisk risiko. Dette taler for en uforsvarlig kapitalforvaltning på dette punktet. Dersom stiftelsen kun har hatt systematisk risiko, beror forsvarlighetsvurderingen på stiftelsesspesifikke momenter, jf. avsnitt 4.2 og momentene i avsnitt 4.3.

Forutsetningen for den videre drøftelsen er at stiftelsen investerer formuen i tre forskjellige aktiva. Dette er en risikoeksponert portefølje som er sammensatt av andeler i et aksjefond og et obligasjonsfond samt den risikofrie porteføljedelen.

Vi forutsetter at de to aktivaene som er i den risikoeksponerte porteføljen består av et obligasjonsfond og et aksjefond. Diversifikasjonen innen hver enkelt av disse porteføljene gir i utgangspunktet en stor risikoreduksjon sammenlignet med udiversifiserte verdipapirer på selvstendig basis. Mindre stiftelser bør derfor velge denne investeringsformen fremfor kjøp av enkeltstående aktiva.

Den optimale sammensetningen av den risikoeksponerte delen av porteføljen avhenger av to faktorer.

Dette er for det første det foreliggende investeringsutvalget av aksjer og obligasjoner med tilhørende korrelasjon. For det annet vil det endelige valget være bestemt av en kapitalallokeringslinjen.⁶²

Den optimale risikoeksponerte porteføljen befinner seg i tangeringspunktet mellom kapitalallokeringslinjen⁶³ og investeringsutvalget.⁶⁴

Den sammensetningen som dette tangeringspunktet representerer, er resultatet av et generelt optimeringsproblem og derfor uavhengig av stiftelsens preferanse for risiko.⁶⁵

Etter en naturlig fortolkning av ordlyden i stiftelseslovens § 18, kan det virke som om hensynet til sikkerheten og avkastningen skal veie like mye i et konflikttilfelle. Det kan imidlertid synes som om lovutvalget var av den oppfatning at sikkerheten skulle gis forrang dersom dette problemet kom på spissen.⁶⁶ At lovutkastet kan tolkes slik, gir støtte til den nevnte prioritering i konflikttilfelle.

Ordlyden i § 18 kan imidlertid ikke tolkes slik at den gir grunnlag for å prioritere noen av parametrene på generelt grunnlag. Forsvarligheten ved kapitalforvaltningen refererer seg i like stor utstrekning til begge hensynene. Dette innebærer at begge momentene på lik linje skal ivaretas på en forsvarlig måte.

⁶² Jf. vedlegg 1.

⁶³ Jf. grafikk i avsnitt 4.2.1 og vedlegg 1 s. i.

⁶⁴ Bodie s. 237.

⁶⁵ Se vedlegg 1 s. iii.

⁶⁶ NOU 1998: 7 s. 33 spalte 1.

Med forankring i modellen her vil det, på dette punktet, ikke oppstå en generell konflikt mellom hensynet til avkastning og sikkerhet. Avveiningen mellom de to hensynene vil imidlertid måtte gjøres på stiftelsesspesifikt grunnlag, jf. avsnitt 4.2.

Den endelige konklusjonen på vurderingen her gir svar på tre generelle spørsmål.

Det første er om stiftelsen har oppnådd en forsvarlig kombinasjon av avkastning og risiko relativt sett.

Det andre er om stiftelsen har oppnådd for lav avkastning i absolutte tall, uavhengig av om også risikoen er meget lav.

Det tredje er om risikoen har vært for høy i absolutte termer, uavhengig av om også avkastningen har blitt god.

Graden av stiftelsens risikoaversjon og avveiningen mellom parametrene er bare relevant når det gjelder å velge det endelige punktet på kapitalallokeringslinjen, jf. nedenfor i 4.2.1. Med denne endelige avgjørelsen treffer man et valg med hensyn til den relative fordelingen mellom den risikofrie og risikoeksponerte investeringen. Dette innebærer også at stiftelsen fastlegger det endelige nivået på både avkastningen og risikoen.

Den relevante problemstillingen i følgende avsnitt er om stiftelsen har valgt riktige rammer for den relative porteføljesammensetningen. Dette da sett i forhold til risikoaversjonen i den aktuelle stiftelsen.

4.2 Forsvarlighetsstandardens stiftelsesspesifikke investeringsaspekt

Her blir det vist hvordan en stiftelse kan gjennomføre en mest mulig optimal fordeling av formuen mellom en risikoeksponert portefølje og et risikofritt aktiva.

Denne avgjørelsen av hvordan man fordeler formuen er trolig den mest betydningsfulle for den totale risiko- og avkastningsstrukturen på porteføljen. Studier har vist at denne avgjørelsen kan utgjøre over 90% av forskjellen i avkastning.⁶⁷

⁶⁷ Bogle, s. 235.

På dette stadium betrakter jeg sammensetningen av den risikofylte porteføljen som gitt, jf. den generelt optimale sammensetningen i forrige avsnitt. Avgjørelsen av hvordan denne porteføljen settes sammen på en optimal måte ble behandlet over i forbindelse med den generelle investeringsbeslutningen.

Forutsetningen her er som over, at stiftelsen investerer hele formuen i tre forskjellige aktiva. Dette er et aksjefond, et obligasjonsfond og en risikofri del. Videre forutsetter vi at de relative andelene til A og O ikke endres når plasseringen av formuen forskyves mellom P og F. På denne måten kan man anse P som et enkeltstående fond som består av aksjer og obligasjoner i et bestemt forhold. Spørsmålet blir da hvor stor andel av kapitalen, y , som skal brukes på den risikoeksponerte porteføljen. Den resterende delen av stiftelsens formue skal investeres i den risikofrie delen.

4.2.1 Risikoaversjon og nytteverdi for stiftelsen

En grunnleggende forutsetning for porteføljeteorien er at investorene har risikoaversjon.⁶⁸

Det innebærer at investorene i utgangspunktet ikke liker usikkerhet og foretrekker så høy avkastning som mulig for et visst risikonivå. En høyere grad av risikoaversjon gjør at investoren vil kreve en relativt høyere forventet avkastning ved å foreta en bestemt investering. Med sterk risikoaversjon vil investeringsvalget falle på en portefølje med lav risiko.⁶⁹ For stiftelser er to grunnleggende retningslinjer langsiktighet og bevaring av formuen. Dette innebærer at disse som et utgangspunkt bør ha en risikoaversjon over gjennomsnittet.

En forutsetning for behandlingen her, er at hver stiftelse har en bestemt nytteverdi knyttet til sammensetningen av forskjellige endelige porteføljer. Denne nytteverdien er direkte avhengig av forventet avkastning, risikoen tilknyttet de forskjellige porteføljene og en koeffisient for risikoaversjon.⁷⁰

⁶⁸ Jf. vedlegg 1 s. iii.

⁶⁹ Øyvind Bøhren og Dag Michalsen: *Finansiell økonomi*, Gjøvik 2002, s. 62.

⁷⁰ $U = E(r) - 0,005A\sigma^2$, jf. Bodie s. 168 og vedlegg 1.

Høyere nytteverdier representerer porteføljer med en mer attraktiv risiko- og avkastningsstruktur for denne konkrete stiftelsen enn andre porteføljer med lavere verdi. Under ellers like forutsetninger får de forskjellige porteføljene høyere nytteverdi for høyere forventet avkastning og lavere verdi for høyere volatilitet.

En stiftelse som står overfor et valg mellom forskjellige porteføljer, bør velge den sammensetningen av aktiva som gir den høyeste nytteverdi for denne stiftelsen.

På denne bakgrunn kan vi oppstille to grunnleggende prinsipper.

For det første at fastleggelsen av risikoaversjonen blant annet følger av det endelig tolkede formålet i den enkelte stiftelse. Formålet får derfor betydning for den stiftelsesspesifikke investeringsbeslutningen.

For det andre at en portefølje som kun har investeringer i aktiva uten risiko har en nytteverdi som tilsvarer avkastningen på denne porteføljen. Dette gir oss da en god referanseverdi for å evaluere andre porteføljer med risiko.

Man kan sette sammen forskjellige kombinasjoner av standardavvik og forventet avkastning som gir samme nytteverdi.

Eksempelvis vil en økning i risiko i form av høyere standardavvik føre til en lavere nytteverdi på porteføljen. Ved å la investoren få en økning i forventet avkastning kan man nå opp til det samme gamle nivået på nytten.

Alle de kombinasjoner av risiko og forventet avkastning som gir samme nytteverdi, kalles indifferansekurver.

Disse er sammenhenger mellom forventet avkastning på den vertikale aksene og standardavviket på den horisontale. Sammenhengene viser kombinasjoner av nevnte parametere for et gitt nivå av nytten. De gir et uttrykk for stiftelsens avveining mellom disse parametrene. Forskjeller i risikoaversjonen, A , gir forskjellige stigninger på indifferansekurvene.

Den indifferansekurven som tangerer kapitalallokeringslinjen for en bestemt risikoaversjonskoeffisient, gir den høyest mulige nytten for denne stiftelsen. Samtidig viser tangeringspunktet forventet avkastning og risiko for den aktuelle porteføljen.

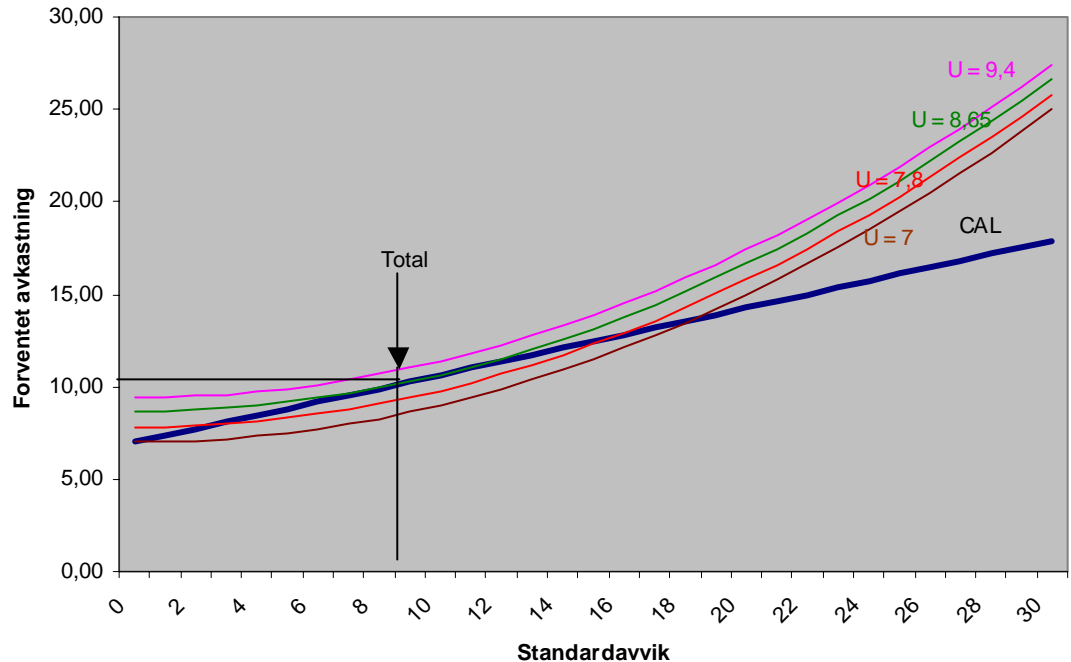
Nedenfor ser man en grafisk fremstilling av kapitalallokeringslinjen (CAL) og forskjellige indifferansekurver. Grafikken viser at den kurven med en nytteverdi på

$U = 8,1$ tangerer kapitalallokeringslinjen. Denne porteføljen har et standardavvik, 6,05% og en forventet avkastning på 9,2%.

Stiftelser med høyere risikoaversjon har brattere kurver fordi disse krever en større økning i forventet avkastning for en økning i risiko enn stiftelser med mindre risikoaversjon.

En stiftelse som kan velge, bør for en bestemt grad av risikoaversjon investere i den porteføljen som ligger på den høyest oppnåelige indifferansekurven. Porteføljer med plassering på en høyere indifferansekurve gir høyere forventet avkastning for et bestemt nivå risiko. Dette er overensstemmende med kravet til en forsvarlig kapitalforvaltning, jf. figur 2.

Indifferansekurver & CAL



Figur 4: Nytteverdier og kapitalallokeringslinjen vist for ulike verdier av forventet avkastning og risiko

4.2.2 Den optimale komplette porteføljen

I avsnitt 4.1.4. ble det konstruert en optimal risikoeksponert portefølje, P . I det følgende må man ta utgangspunkt i den enkelte stiftelses individuelle risikoaversjon.

Med grunnlag i denne kan man da sette sammen en optimal og endelig komplett portefølje som inkluderer et risikofritt aktiva. Siden risikoaversjonen er styrende for den komplette optimale sammensetningen, er stiftelsens indifferansekurve styrende for valget. Den beste kombinasjonen befinner seg grafisk der den optimale kapitalallokeringslinjen tangerer stiftelsens høyeste indifferansekurve.

En mindre risikotolerant stiftelse, bør investere mer i det risikofrie og mindre i det risikoeksponerte aktiva. Alle stiftelser bør imidlertid bruke samme utgangspunkt for den optimale risikoeksponerte porteføljen.

Dette er den grunnleggende forutsetningen i **prinsippet om separasjon** i porteføljeteorien. Innholdet i dette er at valget av en portefølje kan separeres i to uavhengige deler.

Den *første* består i å finne den optimale risikoeksponerte porteføljen. Dette er resultatet av en finansteknisk beregning. Prosessen kan gjøres uavhengig av den enkelte investor. Dette var tema for avsnitt 4.1.5.

Den *andre* delen innebærer en allokering av formuen mellom et risikofritt og risikoeksponerte aktiva. Avgjørelsen her avhenger av stiftelsens preferanser, risikoaversjon og andre betingelser som kan utledes fra vedtektene, formålet mm.

Stiftelser som står overfor et investeringsutvalg med basis i en kapitalallokeringslinje, må først danne en optimal portefølje på dette grunnlag. Utgangspunktet er de foreliggende kombinasjoner av avkastning og risiko i markedet.

Forskjellige grader av risikoaversjon i stiftelsen innebærer videre forskjellige optimale porteføljesammensetninger, jf. under.

Utgangspunktet er at stiftelsen bør forsøke å maksimere nytteverdien som kan utledes av nyttefunksjonen. Dette gjøres ved en best mulig kombinasjon av F og P .

For å løse dette optimeringsproblemet setter man den deriverte av nytteverdifunksjonen lik null.⁷¹

Av denne løsningen kan man resonnerer seg frem til viktige sammenhenger med hensyn til stiftelsens optimale posisjon i det risikoeksponerte aktiva.

For det første er den optimale eksponeringen omvendt proporsjonal med graden av risikoaversjon og risikonivået målt som variansen til den risikoeksponerte delen av formuen.

For det annet er det optimale nivået proporsjonalt med den risikopremien stiftelsen får ved å investere i risikofylte aktiva.

Dersom vi bruker representative tall og forutsetter at stiftelsen har en koeffisient for risikoaversjon på 6, får vi 0,275.⁷²

Dette betyr at denne stiftelsen burde plassert 27,5% av kapitalen i risikoeksponerte aktiva. De resterende 62,5% burde blitt investert i aktiva uten risikoeksponering.

Denne sammensetningen ville da gitt en forventet avkastning på 9,20% og et standardavvik på 6,05%.⁷³

I figuren nedenfor ser man sammenhengen mellom stiftelsens nytte og relative andel i risikoeksponerte aktiva.

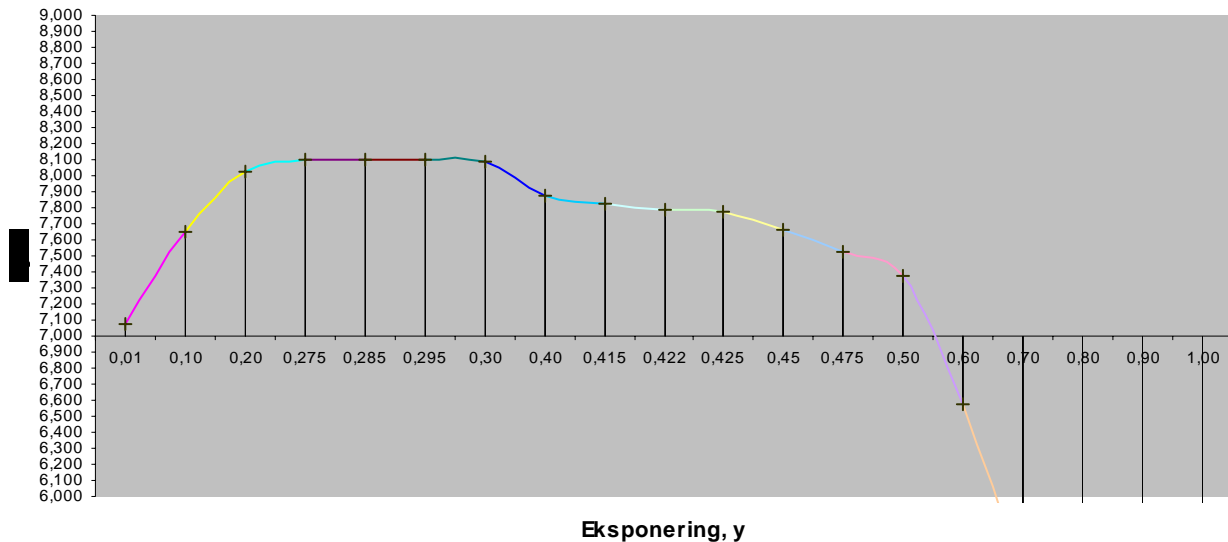
⁷¹ Gjør man dette og løser med henblikk på den optimale posisjonen i risikoeksponerte aktiva, y^* , får man:

$y^* = (E(r_P) - r_f) / (0,01 A \sigma_P^2)$, jf. vedlegg 1.

⁷² $y^* = (15\% - 7\%) / (0,01 \times 6 \times 22\%^2) = 0,275$

⁷³ Jf. vedlegg 1.

Nytte & eksponering



Figur 5: Stiftelsers nytteverdi som funksjon av risikoeksponeringen for en bestemt risikotoleranse

4.2.3 Konkretiseringen av koeffisienten for risikoaversjon i stiftelser

Utgangspunktet for å vurdere risikoviljen til en stiftelse er det resultatet som følger av tolkningen, jf. avsnitt 3.5.3.

I enkelte tilfeller kan dette være tilstrekkelig til å fastlegge retningslinjer om en forsvarlig risikovilje og fordelingen av formuesmassen på de enkelte aktiva.

Det normale vil likevel være at dette kun er et utgangspunkt. Selv i de tilfeller styret er rimelig sikker på den forsvarlige fordelingen, kan det være hensiktsmessig å foreta en nærmere overprøving av risikotoleransen. Resultatet av denne konkrete overprøvingen kan være at de generelle momentene som særpreger stiftelsesformen ikke er relevante styringsparametere for denne bestemte stiftelsen.

Det er flere måter å gå frem på for å danne seg et bilde av risikoaversjonen for en stiftelse.

En måte å fastslå koeffisienten for risikoaversjon for en gjennomsnittlig investor er å ta utgangspunkt i makroøkonomiske data. Forskning fra USA⁷⁴ viser at omtrent 74% av nettoformuen til disse er plassert i en bredt sammensatt portefølje av risikoeksponerte aktiva. Man kan forutsette at denne har den samme avkastnings- og risikostrukturen som store aksjeindekser har hatt, eksempelvis S&P 500. Dette gir en risikopremie på 8,2% og et standardavvik på 20,8%.

Hvis man setter disse tallene inn i ovennevnte formel⁷⁵ og løser med henblikk på risikoaversjonen, får man en koeffisient for denne på 2,6. Det ligger naturlig nok visse usikre forutsetninger til grunn for denne utregningen, men den gir likevel en viss antydning.

For Norge ville man kommet til et tilsvarende tall på cirka 3,0 for perioden 1980 til 2000.

En annen måte for å fastlegge koeffisienten, er ved å foreta en konkret analyse av den enkelte stiftelse. Investeringsrådgivere anvender normalt detaljerte spørreskjema for å estimere risikotoleransen til investorene. Relevante spørsmål her dreier seg om investeringshorisonten, målet med investeringen, behovet for likviditet, hvordan man ville forholdt seg i forskjellige situasjoner, også videre.⁷⁶ På dette grunnlag kan man gjøre en beregning i tall og rubrisere investoren eksempelvis som en konservativ, moderat eller aggressiv investor. Dette materialet danner også grunnlaget for å fastsette en konkret tallverdi for koeffisienten for risikoaversjon.

Generelt sett foreligger det et stort forskningsmateriale⁷⁷ på dette feltet. På grunnlag av dette kan man fastslå at en gjennomsnittlig investor har en koeffisient på mellom 2,0 og 4,0. For en risikopremie på 8% og et standardavvik på 22% innebærer dette en plassering i risikoeksponerte aktiva på mellom 41% og 83%.

Vi kan videre forutsette at stiftelser generelt sett bør være mer konservative i sin investeringspolitikk enn en gjennomsnittlig investor. Under forutsetning av ovennevnte

⁷⁴ Bodie s. 5.

⁷⁵ $Y^* = (E(r_P) - r_f) / (0,01A\sigma_P^2)$.

⁷⁶ Jf. Bodie s. 170-171 og s. 941.

⁷⁷ Bodie s. 213.

risikopremie og standardavvik, får man en forsvarlig eksponering i risikoutsatte aktiva på mellom 33% og 47% for verdier på A på mellom 3,5 og 5.

Når disse terskelverdiene er fastlagt har man en ramme for hva som kan representere en forsvarlig sammensetning av investeringsporteføljen. Terskelverdiene vil gi et visst spillerom til beslutningstakeren i stiftelsen.

Eksempelet med eksponering på mellom 33% og 47% gir en mulighet for stiftelsen til selv å prioritere sikkerhet eller avkastning for 14% av formuen.

Det skal da betones at når for eksempel sikkerheten senkes, skjer dette ved en høyere eksponering i den på forhånd valgte risikobaserte delen av porteføljen. I denne er avkastningen på forhånd maksimert i forhold til risikoen. Ved en vekting opp i denne delen av porteføljen skal de indre risikoeksponerte andelene, relativt sett, holdes konstant i forhold til hverandre, jf. den generelle investeringsforsvarligheten.

En risiko- og avkastningsrelatert vekting opp eller ned, kan virke riktig eller hensiktsmessig for en stiftelse av flere forskjellige grunner. Eksempler her kan være forsøk på en generell tilpasning til markedssituasjonen, nødvendigheten av å ha en forsvarlig vekting i forskjellige verdipapirer avhengig av verdiendringer eller en gunstig og nødvendig likvidering i forkant av utdelinger.

4.3 Andre relevante momenter i forsvarlighetsvurderingen

4.3.1 Krav til utdelingene fra stiftelsen

4.3.1.1 Stiftelsesloven

Stiftelsesloven § 19 omhandler utdeling av midler fra stiftelsen. Det er styret som vedtar utdelinger, jf. § 19 (1) første punktum. Bestemmelsen innebærer at denne kompetansen ikke kan delegeres til andre organer.⁷⁸

§ 19 (1) annet punktum knytter utdelingene til den spesifikke stiftelses formål. Bestemmelsen er en lovfesting av tidligere gjeldende ulovfestet stiftelsesrett.

⁷⁸ NOU 1998: 7 s. 65 spalte 2.

Videre foreskriver stiftelseslovens § 30 (3) første punktum at det skal være samsvar mellom utdelingene og vedtektene. Sistnevnte bestemmelsen åpner derfor for en mer sammensatt vurdering av grunnlaget for utdelingene enn § 19 (1) annet punktum.

Hovedregelen etter loven er at det ikke foreligger noen generell plikt for stiftelsene til å foreta utdelinger. Det avgjørende blir derved det vedtektene foreskriver om dette. Dersom vedtektene ikke har bestemmelser om utdelinger, vil det nok etter forholdene foreligge en presumpsjon for at styret skal foreta utdelinger. Dette har støtte i ordlyden i § 30 (3) første punktum og forarbeidenes uttalelse om at det langt på vei må "...sies å foreligge en *plikt* for stiftelsen til å .." foreta utdelinger.⁷⁹ Videre må styret ved avgjørelsen av om det skal utdeles midler, ta i betraktning at det "...vanligvis ikke vil være noe formål i seg selv å legge opp kapital i stiftelsen..."⁸⁰ Etter dansk rett finnes det regler om plikt til å foreta utdelinger til formålet av årsoverskuddet, jf. fondsloven § 29. Samlet sett taler dette for at det i utgangspunktet er en forutsetning at det skal foretas utdelinger også etter norsk rett.

Et annet tema i denne sammenheng er spørsmålet om hvor mye av stiftelsens totale kapital som kan deles ut i henhold til loven.

Etter den gamle loven av 1980 kunne *private stiftelser* bruke **den opprinnelig innskutte grunnkapitalen** til utdelinger. For *offentlige stiftelser* var det et krav etter lovens § 16 første ledd nr. 4 første punktum at grunnkapitalen skulle være bundet. Dette innebar blant annet at den ikke kunne deles ut.

For alminnelige stiftelser og næringsdrivende holdingstiftelser er rettstilstanden for de private stiftelsene videreført i den nye loven. Dette innebærer at alminnelige avkastningsstiftelser i utgangspunktet kan bruke opp hele sitt kapitalgrunnlag til utdelinger.

Den nye stiftelsesloven har heller ikke regler som påbyr at stiftelsene foretar **avsetninger av den akkumulerte kapitalen** til dekning av fremtidige utgifter. Denne hovedregelen gjelder uavhengig av type stiftelse. Det ble foreslått en generell regel av

⁷⁹ NOU 1998: 7 s. 65 spalte 2.

⁸⁰ NOU 1998: 7 s. 34 spalte 1.

lovutvalget som foreskrev at minst en tidel av årsoverskuddet skulle avsettes som tilleggskapital til stiftelsens bundne kapital.⁸¹ Forslaget ble imidlertid ikke fulgt opp av departementet.⁸²

Resultatet er altså at *ingen stiftelser* må foreta kapitalavsetninger i tillegg til grunnkapitalen med forankring i en lovregel. Det beror da på en tolkning av den enkelte stiftelses vedtekter om dette likevel er nødvendig eller om det eventuelt bør gjennomføres innenfor rammen av forsvarlighetsstandarden.

4.3.1.2 Stiftelsesspesifikke rettskilder

Utgangspunktet er at oppretteren selv kan foreta en *detaljert regulering* av både avsetninger til konsolidering og utdelingspolitikken i vedtektene. Dersom oppretteren har gjort dette er hovedregelen at styret i stiftelsen da er bundet til å følge disse bestemmelsene. Det må imidlertid gjøres to unntak fra denne regelen, jf. nedenfor.

Videre kan formålet alene, i kombinasjon med bestemmelser i vedtektene eller på grunnlag av opprettelsesdisposisjonen direkte eller indirekte innebære instruksjoner til styret med hensyn til avsetninger eller utdelingene. Dersom styret på grunnlag av ovennevnte rettskilder kan *utlede rimelig klare og entydige påbud* vil det i utgangspunktet være forpliktet til å følge disse.

Et spørsmål i denne sammenheng er om styret har en ubetinget plikt til å gjennomføre de påbud som måtte følge av det stiftelsesspesifikke rettskildematerialet. Når det gjelder påbud som strider mot bestemmelsene i stiftelseslovens §§ 19 (1) annet punktum og 30 (3) første punktum, må det kunne legges til grunn at styret plikter å endre disse. I de tilfellene styret må foreta en fortolkning av ovennevnte rettskilder for å fastlegge utdelingspolitikken, må det legges til grunn at disse retningslinjene blir fastlagt overensstemmende med lovens krav. I disse tilfellene kan også styret på en rimelig grei måte fastlegge bestemmelser om utdelinger og avsetninger som fremmer en forsvarlig kapitalforvaltning.

⁸¹ NOU 1998: 7 s. 64 spalte 2.

⁸² Ot.prp. nr. 15 (2000-2001) s. 38 spalte 1.

Problemet kommer på spissen når reguleringer eller mangel på slike i vedtektene, strider mot det som etter styrets mening ville være en forsvarlig forvaltning av kapitalen. I den grad vedtektene er rimelig klare og fornuftige samt oppfyller kravene i stiftelseslovens §§ 19 (1) annet punktum og 30 (3) første punktum, må nok trolig bestemmelsene i vedtektene som uttrykk for oppretterens vilje komme til anvendelse. I de unntakstilfellene når enkeltbestemmelser i vedtektene er direkte uforenlige med en forsvarlig forvaltning, bør oppretterens vilje måtte vike. I disse tilfellene må styret kunne foreta en endring med forankring i lovens § 46 (1) lit. d eller § 46 i.f. eller direkte i § 18.

I *mangel av påbud eller forbud* i det spesifikke rettskildematerialet, vil styret fritt kunne beslutte utdelinger eller fastlegge varige retningslinjer om dette. Vanligvis vil styret også ha mandat til å treffe beslutninger om forholdet mellom avsetninger og utdelinger.⁸³ Det vil derfor være opp til styret selv å avgjøre hvor mye som skal deles ut eller anvendes til å bygge opp egenkapitalen. Også styret er naturligvis bundet av ovennevnte lovbestemmelser ved fastleggelsen av utdelingspolitikken.

4.3.1.3 Retningslinjer for utdelingspolitikken med forankring i standarden

Utgangspunktet etter stiftelsesloven er at styret har plikt til å følge vedtektenes bestemmelser om hvor mye som skal utdeles eller anvendes til oppbygging av stiftelseskapitalen, jf. § 30 (3) første punktum. Det forutsettes da at bestemmelsene i vedtektene foreskriver utdelinger i samsvar med stiftelsesformålet.

Imidlertid vil nok vedtektene i de færreste tilfeller detaljregulere disse spørsmålene. Følgen av dette blir da at styret ”..må utøve det nødvendige skjønn med hensyn til hvor mye som kan utdeles..”⁸⁴ og avsettes til konsolidering. Relevante momenter ved dette skjønnnet kan være forskjellige bestemmelser i vedtektene, herunder formålet til stiftelsen, dens økonomiske stilling både hva gjelder formue og inntektsgenerering mv. Videre vil andre overordnede retningslinjer ved skønnsutøvelsen være de særtrekkene som karakteriserer stiftelsene, jf. stiftelseslovens § 2 og kravet til en forsvarlig kapitalforvaltning i § 18.

⁸³ Woxholth, *Stiftelser*, s 271.

⁸⁴ NOU 1998: 7 s. 34 spalte 1.

Med grunnlag i sistnevnte bestemmelse bør styret fastlegge visse grunnleggende bestemmelser om fremtidige utdelinger og avsetninger dersom vedtektene er tause på dette punktet. Grunnen til dette er at utdelingspolitikken til en viss grad er premissleverandør for plasseringene. Dette innebærer at investeringene og utdelingene påvirker hverandre gjensidig: utdelingene avhenger direkte av den oppnådde avkastningen på investeringene og den oppnådde avkastningen avhenger til en viss grad av forutsetningene om fremtidige utdelinger. På den annen side vil alle mulige tilleggsbetingelser gjøre plasseringen mer ineffektiv og presumptivt gi lavere avkastning for samme grad av risiko. Derfor taler rigide bindinger av utdelingene generelt mot en forsvarlig kapitalforvaltning.

For det første vil hyppigheten og størrelsen på utdelingene være styrende for plasseringene. For å kunne fastlegge et fornuftig og forsvarlig investeringsprogram, bør man på forhånd foreta en vurdering av disse momentene. Videre kan det legges til grunn at det er likvide midler i form av kontanter som deles ut. Dette kan forutsette at en investering tilsvarende utdelingen må selges. Styret må da ta hensyn til ovennevnte momenter vedrørende forsvarlig salg av aktiva.⁸⁵

På dette grunnlag kan det skisseres enkelte generelle retningslinjer for utdelingen som kan bidra til å fremme en forsvarlig forvaltning av stiftelsens kapital. Dette vil da presumptivt bidra til en god ivaretagelse av formålet. Da stiftelsene er forskjellige med hensyn til formål, kapitalbase med mer, vil nok retningslinjene neppe være fornuftige for alle stiftelser.

For det første er spørsmålet om man kan operere med et **grunnleggende alminnelig forsiktighetsprinsipp**.⁸⁶ Dette spørsmålet har for det første en side mot stiftelsens definisjon av begrepet avkastning. Tradisjonelt har utdelingene vært knyttet til

⁸⁵ Se avsnitt 4.1.1.

⁸⁶ Peter Melz: *Kapitalanvändning i avkastningsstiftelser*. Juridisk tidsskrift ved Stockholms universitet, årgang 10, 1998-1999, nr. 1, s. 125.

stiftelsens oppnådde avkastning. En snever forståelse av dette begrepet innebærer at en større andel av midlene blir igjen i stiftelsen.

Før man kan bestemme hvor mye som regelmessig skal kunne deles ut, må man fastlegge beregningsgrunnlaget. Stiftelsens definisjon på avkastning er derfor et naturlig utgangspunkt for hva som kan deles ut.⁸⁷ Spørsmål her kan være om avkastning i form av verdistigning skal inkluderes eller om det kun refererer til direkteavkastningen? Videre om det er den nominelle, reale eller risikojusterte avkastningen som kan anvendes? Utgangspunktet er det stifteren har bestemt at skal utgjøre avkastning. I de tilfeller dette ikke følger direkte av stiftelsens rettskildemateriale må styret foreta en selvstendig vurdering av dette. Løpende avkastning som renter og aksjeutbytte vil i de fleste tilfeller falle under.⁸⁸ Om realiserte kapitalgevinster skal anses som en del av avkastningen eller som en del av kapitalgrunnlaget må vurderes konkret.

Et annet spørsmål her, som må ses i sammenheng med fastleggingen av avkastningsbegrepet, gjelder størrelsen på avsetningen av det som faktisk blir rubrisert som en del av avkastningen.

Dersom oppretteren av stiftelsen har forutsatt at det skal bygges opp en kapitalreserve må styret legge dette til grunn. Selv om stifteren ikke har uttrykt noen formening om avsetninger, bør styret likevel foreta en vurdering av om dette er påkrevet. Trolig må dette også gjelde i de tilfeller vedtektene positivt regulerer at det ikke skal avsettes en reserve. Terskelen for dette bør imidlertid da være vesentlig høyere enn for at styret utelukkende supplerer vedtektene med en manglende regulering.

Generelt sett trekker en langsiktig strategi med relativt høy risiko i retning av avsetninger i perioder med høy avkastning. På samme måte taler det for avsetninger til likviditet når en større andel av formuen investeres i mindre likvide aktiva. Videre vil det med grunnlag i formålet til enkelte stiftelser lettere kunne trekkes slutninger om når behovet for likviditet til utdelinger vil øke eller avta i fremtiden.

⁸⁷ Melz, s. 137.

⁸⁸ Melz, s. 141 flg.

Når det gjelder det praktiske innholdet i å foreta en avsetning, blir utgangspunktet også her en fortolkning av vedtektene. Oppretteren kan eksempelvis ha inntatt en bestemmelse om at fem prosent av hvert års overskudd skal reinvesteres i likvide pengemarkedsfond.

På generelt grunnlag kan man si at en avsetning trolig må innebære at en viss andel av formuen tilordnes aktiva som har en relativt lav risikograd. Normalt betyr dette en reduksjon av risikoeksponeringen for denne andelen av stiftelsens formue. Dersom risikoeksponeringen på hele formuen generelt sett skal økes, kan det imidlertid også innebære at man holder andelen i risikofrie aktiva konstant. Dette da samtidig med at risikoen på den resterende formuen økes.

En avsetning vil gjennomgående medføre en forskyvning til aktiva med høyere likviditet. Dette trenger likevel ikke bety at man plasserer midlene i kontanter.

Videre kan det være en generelt hensiktsmessig handlingsregel at man opprettholder relativt **stabile utdelinger** fra år til år. Det er særlig hensynet til destinatarene som taler for et slikt utgangspunkt.

Denne retningslinjen er nært knyttet til ovennevnte forsiktighetsprinsipp. Dersom stiftelsen sørger for å bygge opp en tilstrekkelig stor og likvid kapitalreserve, er det enklere å gjennomføre en stabil utdelingspolitikk.

Det er flere måter å praktisere en slik retningslinje på.

En mulighet er å bestemme at en viss *prosentsats* av den endelige avkastningen skal deles ut hvert år. Eksempelvis foreslo lovutvalget en regel som var tiltenkt å være preseptorisk og innebar at maksimalt 90% av årsoverskuddet kunne deles ut. Det resterende skulle da legges til stiftelsens foreslåtte bundne kapital.⁸⁹ En innvending mot en slik regel kan være at den ikke tar hensyn til et konkret behov for en avvikende størrelse på utdelingene i en bestemt periode.

⁸⁹ NOU 1998: 7 s. 64 spalte 2.

En annen mulighet er å dele ut midler basert på et glidende gjennomsnitt av tidligere års avkastning.

Fordelen med en slik retningslinje er at en økning eller senkning i de utdelte midlene skjer gradvis. Dette vil bidra til å bygge opp ekstra reservekapital når avkastningen er god og være relativt skånsom overfor destinatarene i motsatt fall. Formålet vil derfor kunne ivaretas på en relativt god måte over et visst tidsrom også i sistnevnte tilfelle.

Utgangspunktet for en tredje handlingsregel kan være en vurdering av **formålsrealiseringen på kort og lengre sikt**. Her må styret foreta en vurdering av om stiftelsens formål kan forventes å kunne oppfylles langvarig. Styret kan etter en konkret vurdering komme til at formålet bare vil kunne fremmes i overskuelig fremtid. I disse tilfellene vil det kunne være forsvarlig å fastlegge en utdelingsnorm som innebærer at stiftelsens totale kapital blir delt ut i løpet av denne tidsperioden.

Dersom en stiftelse ikke deler ut midler i tilstrekkelig grad, kan dette få forskjellige konsekvenser.

Det kan eksempelvis innebære et brudd på vedtektene og formålet eller stride mot stiftelseslovens § 30 (3) første punktum.

Videre kan det innebære et brudd på stiftelsesloven § 18, fordi tidshorisonten, risikoviljen eller likviditetsbehovet på investeringene ikke blir riktig vurdert.

På generelt grunnlag taler imidlertid den ulovfestede presumpsjonen om at stiftelsen er en varig rettsdannelse for langsiktighet. Videre taler stiftelsesloven § 45 (2) bokstav b og e for at kapitalen ikke bør brukes opp. Disse bestemmelsene foreskriver at midlene enten kan anvendes til et ”..likeartet formål.” eller nyttiggjøres på annen måte ved ”..unntak fra vedtektene..” Dette innebærer at denne anvendelsesmåten anses som mer hensiktsmessig enn å avvikle stiftelsen.

For det fjerde kan det ved vurderingen av utdelingene være av betydning å se på **den videre bruken av de utdelte midlene**. Forutsetningen er at utdelingene samsvarer med formålet.

Eksempelvis kan det ha betydning for forsvarligheten om utdelinger til den samme destinatar, presumptivt blir forutsatt å skulle strekke seg over et lengre tidsrom. Dette kan være uavhengig av om midlene går til drift eller investeringer hos destinatoren. Ideen her er at stiftelsen binder seg økonomisk eller moralsk til å fortsette utdelinger til de samme destinatorene eller med et bestemt beløp. Dersom en større andel av utdelingene er bundet til faste lønnsutgifter hos destinatorene, kan dette for eksempel innebære et brudd på oppretterens forutsetninger eller stiftelsens formål med mer. Det samme kan være tilfellet hvis en stiftelse på engangsbasis gir midler til påbegynnelse av et investeringsprosjekt og samtidig vet at det trengs betydelige midler i fremtiden for å fullføre dette.

Det er relativt vanskelig å fastsette en forsvarlig allmenngyldig norm for anvendelsen av midlene.⁹⁰ Beslutningen om hvor mye som skal settes av til reserve og hvor mye som skal deles ut må treffes på grunnlag av en konkret helhetsvurdering. Relevante momenter i denne vurderingen blir da blant annet de hensyn som er premissleverandører for ovennevnte retningslinjer.

4.3.2 Organisatoriske krav til en forsvarlig forvaltning

Det er styret i den enkelte stiftelse som har det overordnede ansvaret for formuesforvaltningen, jf. stiftelsesloven § 30 (2) og (3) annet punktum.⁹¹ Videre er det styret som er pliktsubjekt i § 18, uten at dette fremkommer uttrykkelig.⁹²

Etter loven er det ikke et vilkår at en stiftelse har en egen administrasjon som forestår forvaltningen. Om stiftelsen skal ha egen administrasjon eller kjøpe tjenester fra andre er i utgangspunktet et hensiktsmessighetsspørsmål. Avgjørelsen av dette spørsmålet hører under stiftelsens styre.⁹³ Selv om forvaltningen kan delegeres er det likevel styret som har det endelige ansvaret for overholdelse av loven, vedtektene, eventuelle forvaltningsreglement med mer.

⁹⁰ Melz s. 129.

⁹¹ Ot.prp. nr. 15 (2000-2001) s. 46 spalte 2.

⁹² Ot.prp. nr. 15 (2000-2001) s. 41 spalte 1.

⁹³ Woxholth, *Selvstendighetskriteriet i stiftelsesretten*, s. 1103.

Utover dette er det enkelte oppgaver som styret ikke under noen omstendighet kan delegere.⁹⁴

Dette er for det *første* å utarbeide et forvaltningsreglement. Dette bør under enhver omstendighet regulere temaene i avsnitt 4.1 og 4.2, blant annet på bakgrunn av vurderinger rundt stiftelsens risikovillighet. Videre bør ovennevnte momenter i forbindelse med utdelingspolitikken være vurdert og konkretisert her.

For det *andre* kan ikke selve valget av en eventuell ekstern kapitalforvalter delegeres. Herunder er det styret som har ansvaret for at kompetansen hos disse er tilstrekkelig, at disse har de nødvendige offentlige tillatelser med mer.⁹⁵

For det *tredje* er det i utgangspunktet styret som har det overordnede ansvaret for den løpende internkontrollen. Dette følger etter den nye loven direkte av § 30 (3) i.f.⁹⁶ For øvrig følger dette også indirekte av § 18, hvorefter styret er det primære pliktsubjektet.

Det kan oppstilles forskjellige grunnleggende krav til det organisatoriske i rammene av en forsvarlig formuesforvaltning.

Et grunnleggende krav som følger av lovens § 18 er at styret med jevne mellomrom må vurdere alternative plasseringsmuligheter. Dette er en følge av at lovgiver har lagt vekt på å få frem at styret må ha et aktivt forhold til kapitalforvaltningen.⁹⁷ Dette innebærer at styret må ha rutiner som sikrer en regelmessig gjennomgang og vurdering av investeringsporteføljen. Hva som er en forsvarlig hyppighet vil i en viss utstrekning avhenge av stiftelsesspesifikke momenter, som risikoviljen, formuens størrelse, den forutsatte tidshorisonten på investeringen etc.

Styret har videre ansvaret for den løpende kontrollen med formuesforvaltningen. Hvis bakgrunnen for ovennevnte krav er å søke å oppnå en god avkastning, er hensynet her å ivareta sikkerheten og verdien til kapitalen. Det vesentlige blir derfor å ha kontrollrutiner som belyser verdisvingninger i stiftelseskapitalen. Et virkemiddel i denne sammenheng er å gjennomføre en fortløpende vurdering av stiftelsens Value at

⁹⁴ Woxholth, *Stiftelser* s. 293.

⁹⁵ Hammerich, s 16.

⁹⁶ Jf. Ot.prp. nr. 15 (2000-2001) s. 45 spalte 2.

⁹⁷ NOU 1998: 7 s. 65 spalte 2.

Risk.⁹⁸ Men kravet til løpende kontroll kan også eksempelvis forutsette at utestående fordringer inndrives så raskt og effektivt som mulig.⁹⁹

Det kan også forutsettes at styret har en viss plikt til å holde organisasjons- og forvaltningskostnadene generelt så lave som mulig.¹⁰⁰ I dette henseende er styret å betrakte som agenter for oppretteren og destinatarene og har på dette grunnlag en forpliktelse til å holde agentkostnadene på et minimumsnivå. Denne problematikken har sitt utspring fra aksjeselskapsretten i USA.¹⁰¹ Det grunnleggende problemet består i at en atskillelse av forvaltnings- og eierrollen medfører at ledelsen i selskapet forfølger mål som bare til en viss grad er overensstemmende med eiernes mål. Dette problemet kan være enda mer aktuelt for stiftelser, da disse per definisjon er eierløse.

En stiftelses størrelse kan i denne sammenheng ha betydning for muligheten til en god og kostnadseffektiv forvaltning. Problemet vil ofte komme på spissen i stiftelser med en liten forvaltningskapital. Styret bør i disse tilfellene vurdere forskjellige muligheter for å unngå at en relativt stor andel av formuen forbrukes til driften. Eksempelvis kan styret vurdere om det er mest forsvarlig å begrense varigheten til stiftelsen.¹⁰² En annen mulighet er at flere mindre stiftelser med ”..i det vesentlige likeartet formål.” slås sammen. Det er åpnet for at dette kan være resultatet av et omdanningsvedtak i stiftelseslovens § 45 annet ledd bokstav b. Grunnlaget for dette kan være at kapitalen er utilstrekkelig i forhold til formålet eller grunnet forutsetningssvikt, jf. lovens § 46 (1) bokstavene a og c.

På grunn av styrets overordnede ansvar for kapitalforvaltningen, kan styremedlemmene bli ansvarlige overfor stiftelsen for økonomisk tap etter § 56 (1).

⁹⁸ Jf. avsnitt 4.1.2

⁹⁹ Thomas Sprecher og Ulysses von Salis-Lütolf: *Die Schwizerische Stiftung*, Zürich 1999, s. 160.

¹⁰⁰ Sprecher s. 161.

¹⁰¹ Michael Jensen & William Meckling: *Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 1976, s 305.

¹⁰² Ot.prp. nr. 15 (2000-2001), s. 35 spalte 2.

4.3.3 Personelle hensyn

Det **grunnleggende utgangspunktet** er at styremedlemmene står i et tillitsforhold til stiftelsen. Dette medfører en plikt og kompetanse til å disponere eller å unnlate å disponere over stiftelsens midler. Et eksempel på en mulig uforsvarlig unnlatelse, kan det være når et klart urimelig vederlag til styrets medlemmer er fastsatt av et annet organ enn styret og opprettholdes av sistnevnte.¹⁰³ En annen mulighet er at styret, uavhengig av hvem som har fastlagt kompensasjonen, opprettholder en sjenerøs godtgjørelse til seg selv. Dette mens stiftelsens kapital er liten eller raskt synkende.¹⁰⁴

Om det foreligger erstatningsbetingende uaktsomhet i disse tilfellene må imidlertid vurderes konkret.

Lovforarbeidene uttaler at det skal være et visst samsvar mellom graden av risiko på stiftelsens plasseringer og den faglige ekspertisen på beslutningstakerne.¹⁰⁵ Hva som er en faglig forsvarlig vurdering i det enkelte tilfelle er avhengig både av *hensikten* med investeringen og *risikoen* på det investeringsprodukt man engasjerer seg i.

Dersom hensikten med engasjementet er å oppnå en ”..mer kortsiktig gevinst..” og risikoen på grunn av dette øker, medfører dette et skjerpet krav til den personlige ekspertisen. Forutsetningen er da at det ligger særlig kyndige vurderinger til grunn for plasseringsvalget som er gjort av personer med spesiell ekspertise. Slik ekspertise kan enten finnes blant de tillitsvalgte i stiftelsen eller måtte innhentes av eksterne rådgivere. I de tilfellene styret tilsikter å oppnå en mer kortsiktig gevinst uten at risikoen økes, kan det ifølge forarbeidene ikke stilles like strenge krav til den faglige ekspertisen. På generelt grunnlag vil dette imidlertid være en noe uvanlig situasjon på grunn av den positive sammenhengen mellom risiko og avkastning.

Styret kan også foreta plasseringer som innebærer en øket risiko uten at hensikten er å gi en mer kortsiktig gevinst. Det er muligens dette forarbeidene mener med eksemplifiseringen vedrørende aksjefond og fast eiendom. Det typiske ved disse

¹⁰³ Henning Isoz: *Stiftelselagen*, Stockholm 1997, s. 144.

¹⁰⁴ Ot.prp. nr. 15 (2000-2001), s. 36 pkt 7.2.3 siste del.

¹⁰⁵ NOU 1998: 7 s. 33 spalte 1.

plasseringsalternativene er nok særlig at risikoen generelt sett er lavere enn ved kjøp av enkeltaksjer, tidshorisonten lenger og hensikten ikke å oppnå en kortsiktig gevinst. I disse tilfellene er kravet til faglig ekspertise lavere.

Når det gjelder kjøp av enkeltaksjer eller opsjoner mv er det grunn til å foreta en viss nyansering. Dersom hensikten ikke er å oppnå en kortsiktig gevinst og visse grunnleggende prinsipper blir fulgt, vil dette etter min mening kunne senke kravet til faglig ekspertise selv om plasseringen isolert sett innebærer øket risiko for stiftelsen. Eksempler på slike prinsipper kan være en skrittvis inntreden i aksjemarkedet, kjøp av verdipapirer som er negativt korrelert med de stiftelsen alt har, kun kjøp og ikke salg av opsjoner samt bruk av disse til avsikring og ikke spekulasjon også videre.

Kravet om forsvarlig forvaltning rekker utover selve det å foreta en plassering.

En mulighet er at styret må rådføre seg med personer med spesiell innsikt når det gjelder avhendelse av spesielle aktiva, for eksempel opsjoner.

En annen mulighet er at det kan stilles personelle krav når det gjelder vedlikehold av bestemte aktiva. Eksempelvis kan det innebære et brudd på forsvarlighetsstandarden hvis styreformannen reparerer det ødelagte taket til stiftelsens hus, uten de nødvendige kvalifikasjoner.

Stiftelsesloven stiller ingen direkte krav til ledelsens faglige kvalifikasjoner. Det kan likevel følge særlige kvalifikasjonskrav av bestemmelsene i vedtektene til den enkelte stiftelse. Dette kan være krav som anses særlig viktige for å ivareta interessene i stiftelsen.

På bakgrunn av de krav enkelte bestemmelser i loven stiller, kan dette også innebære et indirekte krav til faglige kvalifikasjoner i enkelte stiftelser. I avkastningsstiftelser med en stor forvaltningskapital, vil det eksempelvis kunne være et brudd på § 18 hvis daglig leder ikke har nødvendig kompetanse selv eller er i stand til å vurdere kompetansen til eksterne rådgivere. Hvorvidt kompetansen er tilstrekkelig beror derfor i en stor grad på en konkret vurdering av den enkelte stiftelse.

Når det gjelder det enkelte styremedlems ansvar i forhold til stiftelsen, er det faglige nivået et relevant moment i bedømmelsen. Utgangspunktet er at en som besitter særlige faglige forutsetninger lettere kan pålegges ansvar enn andre som ikke har kunnskap.¹⁰⁶ Det er forutsatt i lovforarbeidene at en overtredelse av § 18 i prinsippet kan føre til erstatningsplikt for styrets medlemmer.¹⁰⁷ Dette følger imidlertid også av alminnelige rettsprinsipper.

5. Forsvarlighetsvurderingen – avsluttende bemerkninger

De fem ulike kravene som til sammen skal sørge for en forsvarlig kapitalforvaltning har til hensikt å ivareta forskjellige hensyn.

Kravet om generell investeringsforsvarlighet skal bidra til en varig opprettholdelse av stiftelsens realkapital. På dette punkt er det særlig hensynet til optimal *avkastning* som står sentralt.¹⁰⁸ På samme tid vil dette kravet ivareta behovet for en fornuftig *risikofordeling*. Flere av retningslinjene vedrørende utdelinger og avsetninger til et fond bidrar også til opprettholdelse av *substansverdien*.

Hensynet til *sikkerhet* blir for det første forsøkt ivaretatt gjennom kravet til stiftelsesspesifikk investeringsforsvarlighet. På dette punkt gjøres det en prioritering fra høyere avkastning til stiftelsens behov for sikkerhet. Hovedpoenget her er å finne den endelige forsvarlige plasseringsstrukturen. Videre skal regler om avsetninger, jf. forsiktighetsprinsippet, bidra til en sikker forvaltning. Dette hensynet står også sentralt i kravene om organisatorisk og personell forsvarlighet.

Et av kravene til en forsvarlig formuesforvaltning at det til enhver tid er tilstrekkelig *likviditet* til disposisjon, sett i lys av behovet til den konkrete stiftelsen. Dette kravet står imidlertid i konflikt med kravet om høyest mulig avkastning. Det blir derfor et

¹⁰⁶ Geir Woxholth: *Stiftelser: Tilsyn, Revisjon og ansvar*, I: Stiftelser i Norden – rapport från et forskningssymposium 1999, s. 141.

¹⁰⁷ NOU 1998: 7 s. 33 spalte 1.

¹⁰⁸ Woxholth, *Stiftelser*, s. 291.

avveiningsspørsmål hva som er den riktige kombinasjonen i den enkelte stiftelse. Det er særlig retningslinjen om avsetninger til et fond som kan bidra til å sikre tilstrekkelig likviditet. Hensynet kan imidlertid også inngå som premiss ved det stiftelsesspesifikke investeringsvalget.

De organisatoriske kravene kaster videre lys over hensynet til en *oversiktlig og transparent* formuesforvaltning.¹⁰⁹ Et tilfredsstillende regnskapsvesen samt et system for investeringskontroll og en investeringsplan er vesentlige momenter for å oppfylle kravene her.

Utgangspunktet blir å fastlegge hvilke hensyn som er viktigst å ivareta i den enkelte stiftelse. Disse hensynene vil da veie tungt i den vurderingen som må foretas.

Eksempelvis kan det i en stiftelse være særlig viktig å bevare kapitalen i et evighetsperspektiv. Dette medfører at de krav og retningslinjer som særlig ivaretar hensynet til sikkerhet får stor betydning i forsvarlighetsvurderingen. Resultatet av denne konkrete vurderingen gir svar på om forvaltningen har vært forsvarlig eller ikke i denne stiftelsen.

Stiftelsesloven § 18 krever ikke at forvaltningen av stiftelsens kapital til enhver tid skal være optimal. Forsvarlighetskravet kan derfor gi rom for at enkelte av de relevante vurderingskriteriene ikke er tilfredsstillende ivaretatt over et kortere tidsrom. Det vesentlige i denne sammenheng er å se hvilke av de fem vurderingskriteriene som ikke er tilfredsstillende ivaretatt. Det må da taes hensyn til om dette gjelder isolert sett eller i kombinasjon med hverandre, samt over hvor langt tidsrom forsømmelsen har skjedd. For eksempel vil man relativt lett kunne fastslå uforsvarlighet hvis styret har oversett den stiftelsesspesifikke investeringsforsvarligheten på en måte som samtidig innebærer et brudd på kravet om personell kompetanse. Dette kan være tilfellet hvis styret har handlet opsjoner for en større andel av formuen uten nødvendig faglig kompetanse. På den annen side kan man neppe bruke betegnelsen uforsvarlighet ved en kortvarig svikt i de organisatoriske kontrollrutinene.

Lovens krav til styret når det gjelder kontrollen av regnskap og formuesforvaltning, er at det skal påse at disse områdene ”..er gjenstand for betryggende

¹⁰⁹ Sprecher s. 161.

kontroll.”, jf. § 30 (3) i.f. Det er mulig at dette isolert sett er et strengere krav enn § 18. Hvis det er tilfellet må ovennevnte svikt i de organisatoriske kontrollrutinene bedømmes etter bestemmelsen i § 30 (3) i.f. og ikke etter forsvarlighetsstandarden.

I utgangspunktet vil en uforsvarlig kapitalforvaltning være et speilbilde av de momentene som utgjør kravet til en forsvarlig kapitalforvaltning. Resultatet vil bero på en sammensatt og konkret helhetsvurdering av den enkelte stiftelse. Unntaket er kravet til en generelt forsvarlig plassering av kapitalen, jf. avsnitt 4.1.

Relevante momenter i den konkrete helhetsvurderingen er ovennevnte retningslinjer for formuesforvaltningen.

Det er stor indre forskjell på avkastningsstiftelsene. Dette gjør seg gjeldende blant annet med hensyn til formål, funksjoner og organisering. Spekteret går fra de små familiestiftelsene med konkrete destinatarer til store samfunnsnyttige stiftelser med mange ansatte. På denne bakgrunn må man foreta en konkret vurdering i det enkelte tilfelle.¹¹⁰ Eksempelvis kan det i stiftelser med en stor kapitalbase være viktigere med særlig betryggende kontrollrutiner, enn å bruke store ressurser på nøyaktig vurdering av risikoaversjonen.

De forskjellige momentenes relative vekt vil derfor være individuelt bestemt. Hvilken vekt disse skal ha i det enkelte tilfelle avhenger særlig av formålet og vedtektene forøvrig, opprettelsesdisposisjonen, stifterens hensikt med opprettelsen samt kapitalens størrelse og sammensetning.

En forvaltning av kapitalen som ikke er forsvarlig kan eksempelvis innebære enten et brudd på reglene i stiftelsesloven, på bestemmelser i det stiftelsesspesifikke rettskildematerialet eller på begge. Eksempelvis kan styret ha plassert midlene i henhold til vedtektenes bestemmelser. Dersom vedtektene ikke er forsvarlige og dette fører til at stiftelsen taper sin kapital, er det mulig at styret kan holdes ansvarlig for brudd på bestemmelsen i § 18. Dette gjelder om enn mer i de tilfellene vedtektene eller reglementet strider mot stiftelseslovens § 18. Synspunktet er at nevnte lovbestemmelse er preseptorisk og at styret derfor skulle ha endret det vedtektene foreskriver.¹¹¹

¹¹⁰ Woxholth, *Stiftelser*, s. 291.

¹¹¹ *Isoz* s. 144.

Rent praktisk vil en uforsvarlig kapitalforvaltning trolig bestå av flere mindre handlinger eller unnlatelser som akkumulert sett kvalifiserer til benevnelsen.

Et eksempel er det tilfellet at styrets medlemmer over tid isolert sett har oversett unnskyldelige feil i regnskaps- og økonomisystemet, men som i sum er uforsvarlige og tapspådragende.¹¹²

Det er også mulig at forvaltningen kan være uforsvarlig uten forankring i et formelt normgrunnlag.¹¹³

¹¹² Woxholth, *Stiftelser: Tilsyn, Revisjon og ansvar*, s. 142.

¹¹³ Woxholth, *Stiftelser: Tilsyn, Revisjon og ansvar*, s. 143.

Litteraturliste

Grundlov 17. mai 1814 (Grunnloven)

Lover

Lov 15. juni 2001 nr. 59 om stiftelser (stiftelsesloven)

Lov 26. mars 1999 nr. 14 om skatt av formue og inntekt (skatteloven)

Lov 23. mai 1980 nr. 11 om stiftelser m.m.

Lov 3. mars 1972 nr. 5 om arv m.m.

Forskrifter

Forskrift 10. oktober 1990 nr. 797 om offentlige stiftelser

Forarbeider til lovene

Ot.prp. nr. 15 (2000-2001) Om lov om stiftelser (stiftelsesloven)

Ot.prp. nr. 88 (2003-2004) Om lov om endring i lov 15. juni 2001 nr. 59 om stiftelser

NOU 1998: 7 Om stiftelser

NOU 1975: 63 Stiftelser og omdanning

Litteratur

Andenæs, Mads Henry. *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper*. 3. utg. Oslo, 1998

Bodie, Zvi. *Investments*. Zvi Bodie, Alex Kane og Alan J. Marcus. 6. utg. New York, 2005

Bogle, John C. *Bogle on mutual funds*. 1. utg. Illinois, 1994

Bøhren, Øyvind. *Finansiell Økonomi*. Øyvind Bøhren og Dag Michalsen. 2. utg. Gjøvik, 2002

Copeland, Thomas E. *Financial Theory and Corporate Policy*. Thomas E. Copeland og J. Fred Weston. 3. utg. Massachusetts, 1988

Eckhoff, Torstein. *Rettskildelære*. Torstein Eckhoff og Jan E. Helgesen, 4. utg. Oslo, 1997

- Fama, Eugene. *The equity premium*. Eugene Fama og Kenneth French. I: Journal of Finance, vol. 57, nr. 2/2002, s. 637-660
- Figlewski, Stephen. *Financial Options: From theory to practice*. Stephen Figlewski, William L. Silber og Marti G. Subrahmanyam. 1. utg. New York, 1990
- Hammerich, Peter. *Noen spørsmål knyttet til kapitalforvaltning i stiftelser*. I: Tidsskrift for Forretningsjus, nr. 3 (1998), s. 3-24
- Hemström, Carl. *Stiftelsernas rättsliga ställning*. 1. utg. Stockholm, 1996
- Hennerkes, Brun-Hagen. *Stiftungsrecht*. Brun-Hagen Hennerkes og K. Jan Schiffer. 1. utg. Frankfurt am Main, 1996
- Hessler, Henrik. *Om stiftelser. Studier over stiftelsesinstituttet i svensk rätt*. Akademisk avhandling. Stockholm, 1952
- Isoz, Henning. *Stiftelselagen*. 1. utg. Stockholm, 1997
- Jensen, Michael. *Theory of the firm: Managerial behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. Michael Jensen og William Meckling. I: Journal of Financial Economics, vol. 3 (1976), s. 305-360
- Karlgren, Hjalmar. *Ändamålsbestemmelse och stiftelse*. Akademisk avhandling. Stockholm, 1951
- Kluge, Advokatfirma. *Stiftelser*. 1. utg. Oslo, 2001
- Knudsen, Gudmund. *Stiftelsesloven med kommentarer*. Gudmund Knudsen og Geir Woxholth. 1. utg. Oslo, 2004
- Knudsen, Gudmund. *Stiftelsesloven – kommentarutgave*. 2. utg. Oslo, 1997
- Melz, Peter. *Kapitalanvändning i avkastningsstiftelser*. I: Juridisk tidsskrift ved Stockholms universitet, nr. 1 (1998-1999), s. 124-148
- Olsson, Katarina. *Näringsdrivande stiftelser*. Akademisk avhandling. Stockholm, 1996
- Sprecher, Thomas. *Die Schweizerische Stiftung*. Thomas Sprecher og Ulysses von Salis-Lütolf. 1. utg. Zürich, 1999
- Woxholth, Geir. *Avtaleinngåelse, ugyldighet og tolkning*. 4. utg. Oslo, 2001
- Woxholth, Geir. *Selskapsrett*. 1. utg. Oslo, 2004
- Woxholth, Geir. *Selvstendighetskriteriet i stiftelsesretten*. I: Ånd og rett. Festskrift til Birger Stuevold Lassen. 1997, s. 1089-1103
- Woxholth, Geir. *Stiftelser etter stiftelsesloven av 2001*. 1. utg. Oslo, 2001
- Woxholth, Geir. *Stiftelser: Tilsyn, Revisjon og Ansvar*. I: Stiftelser i Norden – rapport från et forskningssymposium. 1999, s. 111-152

Aarbakke, Magnus. *Stiftelser*. I: Knophs oversikt over Norges rett. 12. utg. Oslo, 2004, s. 508-509

Aarbakke, Magnus. *Stiftelser etter norsk rett*. I: Tidsskrift for Rettsvitenskap, vol. 97 (1984), s. 1-53

Avisartikler

Dagens Næringsliv 17. november 2004: *Fikk Bygdøy-perle uten konkurranse*

Vedlegg 1: Formel- og stikkordliste for økonomiske ord og uttrykk

Avkastningsbegrep. Den *forventede avkastningen* er et sannsynlighetsveiet gjennomsnitt av avkastningen under forskjellige scenarier. Denne vil også bli omtalt som *gjennomsnittlig avkastning*.

$E(r) = \sum p(s)r(s)$ er uttrykket for forventet avkastning.

$p(s)$ er sannsynligheten for en bestemt avkastning ved forskjellige utfall, eksempelvis forskjellige utviklinger i markedet.

$r(s)$ er totalavkastningen i hvert av disse utfallene.

For Saftarv, jf. avsnitt 4.1.3: $(0,5 \times 25\%) + (0,3 \times 10\%) + (0,2 \times -25\%) = \mathbf{10,5\%}$

Det generelle uttrykket for den forventede avkastningen på porteføljen i 4.1.4 er

$$E(r_{\text{Tot}}) = yE(r_P) + (1 - y)r_f = r_f + y[E(r_P) - r_f].$$

y er den risikoeksponerte delen av porteføljen.

r_P er avkastningen til porteføljen.

r_f er den risikofrie rentesatsen.

Kapitalallokeringslinjen har for den optimale porteføljen stigningstallet

$$S_P = (E(r_P) - r_f) / \sigma_P.$$

Kovariansen er et mål for i hvilken grad avkastningen til to aktiva beveger seg i samme retning under forskjellige scenarier. En positiv kovarians innebærer at avkastningen til to aktiva beveger seg i samme retning når forholdene på en eller annen måte endrer seg. Eksempelvis vil avkastningen til både iskrem- og solkremprodusenter øke om sommeren og særlig hvis været er pent

Kovariansen i eksemplet i 4.1.3 er: $\text{Kov}(r_{\text{Saftarv}}, r_{\text{CalifAS}}) = \sum p(s)[r_{\text{Saftarv}}(s) - E(r_{\text{Saftarv}})][r_{\text{CalifAS}}(s) - E(r_{\text{CalifAS}})]$

Kovariansen mellom aksjene i eksemplet blir da:

$$\text{Kov}(r_{\text{Saftarv}}, r_{\text{CalifAS}}) = 0,5(25\% - 10,5\%)(1\% - 6\%) + 0,3(10\% - 10,5\%)(-5\% - 6\%) + 0,2(-25\% - 10,5\%)(35\% - 6\%) = -240,5$$

Korrelasjonskoeffisienten, ρ , er en videreføring av kovariansen og skalerer denne til et tall mellom 1 og -1 . Når korrelasjonskoeffisienten mellom to variabler er 1 innebærer dette en perfekt positiv korrelasjon. Tallet -1 innebærer en perfekt negativ korrelasjon.

Korrelasjonskoeffisienten, ρ , er kovariansen mellom variablene dividert på produktet av standardavvikene: $\rho(\text{Saftarv}, \text{CalifAS}) = \text{Kovariansen}[r_{\text{Saftarv}}, r_{\text{CalifAS}}] / (\sigma_{\text{Saftarv}} \sigma_{\text{CalifAS}})$
 $= -240 / (18,9 \times 4,73) = -0,86$

Nytteverdi: formel for beregning av *nytteverdien* i avsnitt 4.2.2:

$$U = E(r) - 0,005A\sigma^2,$$

U er her stiftelsens nytteverdi. Denne er knyttet til porteføljen som funksjon av forventet avkastning, variansen av avkastningen og koeffisienten A.

For å løse dette optimeringsproblemet setter man den deriverte av nytteverdifunksjonen lik null. Gjør man dette og løser med henblikk på *den optimale posisjonen i risikoeksponerte aktiva, y^** , får man: $y^* = (E(r_P) - r_f) / (0,01A\sigma_P^2)$.

Eksempel i 4.2.2 med risikoaversjon på 6. Denne stiftelsen burde plassert 27,5% av kapitalen i risikoeksponerte aktiva. De resterende 62,5% burde blitt investert i aktiva uten risikoeksponering.

Denne sammensetningen ville da gitt en forventet avkastning på 9,20% og et standardavvik på 6,05%.

$$E(r_{\text{Tot}}) = r_f + y[E(r_P) - r_f] = 7 + [0,275(15 - 7)] = 9,2\%.$$

$$\sigma_{\text{Tot}} = y \times 22\% = 0,275 \times 22\% = 6,05\%.$$

Risikopremien til denne porteføljen er 2,2% og nytteverdien er 8,1:

$$E(r_P) - r_f = 9,2\% - 7\% = 2,2\% \text{ og } U = E(r) - 0,005A\sigma^2 = 9,2 - 0,005 \times 6 \times 6,05^2 = 8,1.$$

Optimale relative andelen obligasjoner i avsnitt 4.1.4 er:

$$W_{\text{Obligasjoner}} = \frac{[E(r_O) - r_f]\sigma_A^2 - [E(r_A) - r_f] \text{kov}(r_A, r_O)}{[E(r_O) - r_f]\sigma_A^2 + [E(r_A) - r_f]\sigma_O^2 - [E(r_O) - r_f + E(r_A) - r_f] \text{kov}(r_A, r_O)}$$

Porteføljen i tangeringspunktet jf. 4.1.4, har forventet avkastning og standardavvik:

$$E(r_p) = w_O E(r_O) + w_A E(r_A)$$

$$\sigma_{\min} = [(w_O^2 \times \sigma_O^2) + (w_A^2 \times \sigma_A^2) + (2 \times w_O \times w_A \times \rho_{(O,A)})]^{1/2}$$

Risikoaversjonen til den enkelte investor uttrykkes med bokstaven A. Investorer med en høyere grad av risikoaversjon blir tilordnet en høyere verdi enn andre med en høyere grad av risikovilje. Risikonøytrale stiftelser har en A lik null.

Risikopremien til en eksponert portefølje er den forventede avkastningen på porteføljen fratrasket den risikofrie rentesatsen: $E(r_p) - r_f = 8\%$.

Standardavviket til avkastningen er et mål for risiko. Standardavviket er definert som kvadratroten til variansen.

σ er symbolet for standardavviket.

Value at Risk (VaR) er en bestemt andel av en statistisk fordeling. Denne bestemte andelen av en fordeling utgjør de verdiene av investeringene som ligger innenfor en viss prosentandel av de nedre verdiene. Det vanlige er å referere til 5% andelen som VaR av en fordeling. Dette forteller oss da at vi, med en sannsynlighet på 5%, kan forvente et tap likt eller større enn VaR. Ved en normalfordeling ligger VaR alltid 1,65 standardavvik nedenfor gjennomsnittet.

Variansen er den forventede verdien til de kvadrerte avvikene fra forventet avkastning. Både volatilitet, standardavvik og varians er statistiske mål for usikkerheten eller risikoen knyttet til inntredenen av fremtidige hendelser.

$\sigma^2 = \sum p(s)[r(s) - E(r)]^2$ er variansen uttrykt med symboler.

Den totale variansen til en portefølje med to aktiva er: $\sigma_{\text{p}}^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1w_2\text{Kov}(r_1, r_2)$

I et eksempel i 4.1.3 bestod porteføljen av 50% investert i Saftarv og CalifAS, det vil si $w_1 = w_2 = 0,5$. $\sigma_{\text{Saftarv}} = 18,90\%$, $\sigma_{\text{CalifAS}} = 14,73\%$ og $\text{Kov}(r_{\text{Saftarv}}, r_{\text{CalifAS}}) = -240,5$. Med utgangspunkt i dette finner vi at variansen til porteføljen er **23,3**.

Variansen til avkastningen i et annet eksempel i avsnitt 4.1.3:

$\sigma^2 = \sum p(s)[r(s) - E(r)]^2 = 0,5(25\% - 10,5\%)^2 + 0,3(10\% - 10,5\%)^2 + 0,2(-25\% - 10,5\%)^2 = 357,25$ og standardavviket er **18,9%**.

Volatilitet er et annet ord for risiko. Volatiliteten er standardavviket til avkastningen på et aktiva, regnet i prosent og på årlig basis. En volatilitet på 10% betyr da at man i løpet av et år med cirka 68% sikkerhet vil få en avkastning som ligger innenfor intervallet 10% under og 10% over den forventede avkastningen.

Vedlegg 2: Oversikt over figurer, tabeller med mer

I: Register over figurer

Figur 1: avsnitt 3.3 på s. 17, *Formål, avkastning og risiko – en innledende vurdering*

Figur 2: avsnitt 4 på s. 27, *Sammenhengen mellom avkastning og risiko i forsvarlighetsstandarden*

Figur 3: avsnitt 4.1.2 på s. 32, *Normalfordelingen – forventet avkastning og risiko ved en investering*

Figur 4: avsnitt 4.2.1 på s. 44, *Nytteverdier og kapitalallokeringslinjen vist for ulike verdier av forventet avkastning og risiko*

Figur 5: avsnitt 4.2.2 på s. 47, *Stiftelsers nytteverdi som funksjon av risikoeksponeringen for en bestemt risikotoleranse*

II: Register over tabeller

Tabell 1: avsnitt 4.1.3 på s. 35, *Saftarvs avkastning ved ulik markedsutvikling*

Tabell 2: avsnitt 4.1.3 på s. 36, *CalifAS avkastning ved ulik markedsutvikling*

Tabell 3: avsnitt 4.1.3 på s. 37, *En porteføljes avkastning ved ulik markedsutvikling*

III: Oversikt over førte samtaler med andre enn veileder

Fusche, John Arne: *Risikoforvalter i DnBNOR Kapitalforvaltning*, Oslo, 5. og 19. april 2005

Gjesdal, Kjetil: *Finansanalytiker og aksjemegler i Saga Securities as fra 1994- 2002*, Oslo 18. og 19. februar 2005.

Kibar, Osman: *Journalist i Dagens Næringsliv*, Oslo, 23. februar 2005

Nicolaysen, Anne-Merethe: *Partner i Advokatfirmaet Haavind Vislie DA og tidligere styremedlem i stiftelsen UNIFOR*, Oslo, blant annet 17. mars, 11. og 20. april, 2005

Standal, Elbjørg Gui: *Styremedlem i stiftelsen UNI og fagansvarlig for Det verdiskapende styret & Styrekompetanse ved Bedriftsøkonomisk Institutt*, Sandvika, 8. november 2004

